



UNIVERSITÀ DI PISA
DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

Corso di Laurea in Banca, Finanza Aziendale e Mercati Finanziari

Tesi di Laurea Magistrale

***LO STRUMENTO DEL CROWDFUNDING: IL MODELLO EQUITY
BASED COME CANALE DI FINANZIAMENTO ALTERNATIVO PER
LE START-UP INNOVATIVE***

Relatore:
Prof.ssa Giovanna Mariani

Candidato:
Gianluca Dami

ANNO ACCADEMICO 2014-2015

INDICE

Introduzione	3
 Capitolo I. Il Crowdfunding in Italia	
1.1 Cos'è il Crowdfunding?	5
<i>1.1.1 La storia del crowdfunding in Italia</i>	<i>6</i>
1.2 I Modelli di Crowdfunding.....	11
<i>1.2.1 Reward Based</i>	<i>12</i>
<i>1.2.2 Donation Based</i>	<i>13</i>
<i>1.2.3 Lending Based</i>	<i>15</i>
<i>1.2.4 Equity Based.....</i>	<i>16</i>
1.3 Le Piattaforme di Crowdfunding.....	17
<i>1.3.1 Le piattaforme di crowdfunding in Italia.....</i>	<i>22</i>
<i>1.3.2 Limiti e prospettive per il 2015</i>	<i>25</i>
1.4 Il Quadro Normativo.....	26
<i>1.4.1 Il mercato Italiano e il Decreto Crescita 2.0</i>	<i>27</i>
<i>1.4.2 Il Decreto Crescita 3.0.....</i>	<i>33</i>
<i>1.4.3 La legislazione negli U.S.A.: il Jobs Act e il Sec.....</i>	<i>38</i>
<i>1.4.4 Il panorama legislativo in Europa.....</i>	<i>41</i>
 Capitolo II. L' Equity Crowdfunding	
2.1 Introduzione al fenomeno.....	46
2.2 Gli attori principali.....	47
<i>2.2.1 Il proponente.....</i>	<i>48</i>
<i>2.2.2 La piattaforma</i>	<i>48</i>
<i>2.2.3 Gli investitori.....</i>	<i>50</i>
<i>2.2.4 Il progetto</i>	<i>52</i>
<i>2.2.5 La regolamentazione.....</i>	<i>53</i>
2.3 Come migliorare il regolamento dell'Equity Crowdfunding.....	53

2.3.1 Situazione attuale.....	54
2.3.2 Facilitare gli investimenti e chi richiede fondi	55
2.4 Le fasi della raccolta fondi per il Proponente.....	57
2.5 Le fasi della raccolta fondi per il Crowdfunder	60
2.6 L'Equity Crowdfunding come forma alternativa ed innovativa di finanziamento	60
2.6.1 L'equity crowdfunding nel ciclo di vita dell'impresa.....	63
2.6.2 Le imprese che si finanziano attraverso l'equity crowdfunding ..	64
2.6.3 Il confronto con Business Angel e Venture Capital.....	66
2.7 Investire nell'Equity Crowdfunding.....	71
2.7.1 Le caratteristiche delle start-up innovative	72
2.7.2 Vantaggi della Start-up innovativa.....	74
2.7.3 La valutazione dell'offerta	76
2.7.4 L'offerta di capitali online	77
2.7.5 Gli altri contenuti dell'offerta	80
2.7.6 Sottoscrizione dell'offerta e i rischi che ne derivano	82
2.7.7 Motivazioni che spingono a investire nell'equity crowdfunding ..	85
2.8 Panoramica sull'Equity Crowdfunding in Italia.....	86

Capitolo III. Il caso StarsUp

3.1 La storia di StarsUp S.r.l.....	92
3.2 Le modalità di pubblicazione di un progetto su StarsUp.....	97
3.3 Le modalità per investire in un progetto pubblicato su StarsUp ..	104
3.4 Analisi delle offerte pubblicate sul portale	114
3.4.1 Il caso Cantiere Savona S.r.l.....	117
Conclusioni	126

Elenco figure	130
Bibliografia	132
Sitografia.....	137
Ringraziamenti	139

Introduzione

“La nostra iniziativa nasce con l’intento di promuovere uno strumento che riteniamo rechi in sé il seme capace di una rivoluzione nel modo di fare impresa nel nostro paese e che, se sapremo sostenerne un’adeguata affermazione, potrebbe facilitare la ripresa economica e anche assicurare uno sviluppo duraturo. Ci proponiamo di mettere in relazione idee, persone e risorse finanziarie proponendo start-up con progetti coinvolgenti e che trasmettono messaggi innovativi, anche a sfondo sociale: inizia una nuova era di fare impresa”, sono queste le parole con le quali StarsUp, primo gestore in Italia e nel mondo autorizzato dalla Consob alla gestione di piattaforme per la raccolta online di capitale di rischio, definisce la portata innovatrice del fenomeno del crowdfunding, quale strumento che, a detta di molti, rivoluzionerà il modo di fare impresa.

Negli ultimi anni è stato riversato un interesse sempre maggiore sul fenomeno delle start-up innovative, piccole e medie imprese di nuova costituzione che hanno come scopo lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico. Queste imprese sono però limitate da situazioni patologiche del mercato, tra le quali, soprattutto, la difficoltà nel reperire risorse finanziarie necessarie per il proprio sviluppo e crescita sul mercato. Le principali difficoltà incontrate riguardano, infatti, la mancanza di capitale necessario, la difficoltà nell’ottenere credito dalle banche e soprattutto la complessità delle procedure burocratiche. Pertanto molte imprese che si trovano nella fase di avvio, intendono investire avvalendosi di risorse proprie. Negli ultimi anni, internet ha dimostrato di poter essere una formidabile risorsa finanziaria per le iniziative imprenditoriali proponendosi concretamente come soluzione innovativa per il finanziamento dell’impresa.

L’amministrazione Obama ha saputo cogliere l’opportunità ed ha introdotto con il JOBS Act la prima regolamentazione organica della raccolta via web di capitale di rischio. L’Italia non è stata da meno, con il Decreto Crescita 2.0 ed il grande lavoro svolto per sostenere le start-up e l’innovazione tecnologica.

Ma il Crowdfunding non è soltanto uno strumento finanziario innovativo; è anche uno strumento di marketing che consente di studiare il mercato prima del lancio di un nuovo prodotto, per valutarne il gradimento e quindi anche la possibilità di successo. Infatti, con il crowdfunding, si riesce a promuovere un prodotto nella fase di *funding*, prima ancora che esso sia sul mercato, accelerandone poi l'adozione e riducendo il rischio di mercato.

Inoltre, consente la creazione e lo sviluppo di una *community* che discute del prodotto, pertanto si tratta di un fenomeno partecipativo che valorizza il desiderio della gente di sentirsi parte di un progetto, di fornire il proprio contributo non solo finanziario ad un'idea in cui si crede.

Nel complesso si tratta di una innovazione di processo in grado di modificare significativamente le logiche finanziarie delle piccole e medie imprese ed in particolare delle start-up innovative.

Grazie all'adozione di apposite normative in USA e in Italia, il 2013 è l'anno del debutto dell'equity-based crowdfunding, cioè la raccolta di capitale di rischio tramite il web. I due paesi sono i primi a dotarsi di una normativa organica per questo nuovo strumento finanziario, candidandosi così come modelli e mercati di riferimento.

Il posizionamento però è diverso: mentre gli USA puntano a sostenere la piccola impresa, l'Italia si è concentrata sulle start-up tecnologiche e la tendenza è quella di espandere il focus, allo scopo di sostenere la nascita di nuove imprese e la creazione di nuovi posti di lavoro. In particolare, l'Italia si pone come punto di riferimento in Europa per la creazione di un mercato dell'equity crowdfunding, che tenga conto tanto degli obiettivi di raccolta finanziaria, quanto delle esigenze di protezione degli investitori non professionali, in considerazione dell'alta rischiosità di ogni investimento in capitale di rischio.

Capitolo I

II CROWDFUNDING IN ITALIA

1.1 Cos'è il Crowdfunding?

Il crowdfunding è generalmente definito come il “finanziamento dalla folla”. È una raccolta fondi (“funding”) di tipo collettivo, realizzata online, in cui molte persone (“crowd”) effettuano contribuzioni in denaro, anche di modesta entità, al fine di favorire lo sviluppo di un progetto o di una iniziativa che ritengono interessante sostenere, talvolta anche prescindendo da un ritorno economico.

Il crowdfunding affonda le proprie radici nel concetto di “micro-finanza”: micro perché si tratta di piccole somme che una volta aggregate possono fare la differenza (Castrataro et al, 2012).

Tramite il finanziamento dal basso più persone possono contribuire, con somme di denaro di varia entità, alla realizzazione di un progetto o di un'iniziativa in cui credono e a cui vogliono avvicinarsi partecipando attivamente.

Il concetto di crowdfunding esiste già da alcuni secoli ma oggi la vera novità è il supporto di internet e dei social media, strumenti fondamentali per la creazione della community pronta a finanziare progetti.

Il termine crowdfunding viene coniato nel 2006 da Michail Sullivan che lanciò *fundavlog*, una sorta di incubatore per progetti legati al videoblog. La piattaforma includeva una semplice funzionalità per effettuare donazioni online ma si rivelò un progetto fallimentare. Il termine “crowdfunding” si diffuse poi con l'avvento della piattaforma Kickstarter, la più popolare piattaforma di reward based crowdfunding lanciata nell'aprile 2009. I progetti su Kickstarter possono essere finanziati da chiunque in qualsiasi parte del mondo ma possono essere presentati solo da persone residenti negli Stati Uniti.

Prima che il sistema di crowdfunding diventasse una vera e propria tendenza (soprattutto in America e Gran Bretagna) la “folla” era coinvolta in progetti di crowdsourcing, il processo di sviluppo collettivo di un prodotto. Si parla di “saggezza della folla” e Wikipedia è uno dei migliori esempi.

Con il crowdfunding si dà vita a un nuovo tipo di partecipazione attiva, in cui i protagonisti si dividono tra la folla e il web. Dan Maron scrive *“Il vero potere del crowdfunding sta nella capacità di sfruttare la saggezza della folla e creare una comunità di individui motivati ad avviare un vero cambiamento”* (Castrataro et al, 2012).

La gente tende a investire in progetti, anche con piccole somme, quando è attratta dal punto di vista emozionale e sociale, quando si sente vicina a una causa che rispetta o quando conosce il progettista in cui ripone fiducia.

Si tratta quindi di un multi-finanziamento collaborativo proveniente dal basso e mosso dalla fiducia e dall'apprezzamento collettivi.

I sostenitori di una campagna di crowdfunding non sono definibili come “pubblico” ma come “comunità”. Dato che uno degli elementi costitutivi del fenomeno è internet, la comunità viene raggiunta attraverso un processo di raccomandazione virale e mediante la sua promozione sui social media.

Non solo comunità, affinità, passione e fiducia sono gli elementi alla base di una campagna di crowdfunding, ma anche le “ricompense”, monetarie, materiali o simboliche, capaci di rendere più coinvolgente e attrattiva la campagna.

1.1.1 La storia del Crowdfunding in Italia

Il crowdfunding in Italia è partito prima che in altri paesi ma non è riuscito a godere dei vantaggi da first mover. Ciò è dovuto al fatto che sono rare le aziende “nate nel posto sbagliato” che poi riescono a trasformare questa debolezza in un elemento di competitività. I limiti del sistema imprenditoriale italiano, rendono difficoltosa la competizione internazionale; l'alto tasso di analfabetismo digitale, la scarsa diffusione dei sistemi di pagamento elettronico e i volumi comunque limitati, rendono poco conveniente copiare in Italia piattaforme straniere.

Il crowdfunding in Italia è nato come strumento al servizio delle persone ed ha una lunga storia. Ha fatto la sua comparsa nel 2005. La prima piattaforma di crowdfunding è stata “Produzioni dal Basso”: aperta, gratuita e senza vincoli. Ha

iniziato a raccogliere la prima progettualità quando ancora non si parlava di crowdfunding. Negli anni questa piattaforma è stata il laboratorio del crowdfunding italiano, lasciando all'utente la libertà di fare ciò che vuole.

Essa rappresenta un osservatorio interessante sull'evoluzione dei progetti e delle logiche del crowdfunding.

Se nei primi tempi questa piattaforma ha costituito un punto di riferimento per una comunità piccola e abbastanza omogenea, con la diffusione dello strumento a livello internazionale è stata utilizzata tra gli *early adopter* provenienti dai più svariati ambiti culturali e produttivi ed è poi cresciuta in termini sia numerici, sia di qualità della progettualità.

Complessivamente ha raccolto 2000 progetti di cui più di 500 finanziati al 100% per un valore di quasi 2 milioni di euro.

Nel 2013 si è costituita come start-up innovativa. Dopo quasi 10 anni di attività, Produzioni dal Basso è ora in fase di rinnovamento.

Nel 2010 nascono altre 3 piattaforme: *You Capital* (oggi non più attiva), *Prestiamoci* e *Io Dono*, primo portale italiano di personal fundraising online, nato da un'idea di Direct Channel, società milanese leader nel data base management del settore editoriale e del non profit.

Nel 2011 si assiste al primo picco con la nascita di *Rete del dono*, *Buona causa*, *Shinynote*, *Eppela*, *Cineama* (oggi trasformato in uno dei network di *produzioni dal basso*) e *Boomstarter* (non più attiva).

A 10 anni dalla sua nascita è ora possibile fare le prime riflessioni sul crowdfunding all'italiana.

Siamo di fronte a un mercato spinto dall'offerta mentre la domanda è ancora debole. Al 10 maggio 2014 si contano 54 piattaforme di cui 41 attive. Di queste 19 sono *reward based*, 7 *donation based*, 2 *lending based* e 2 *equity based*; ci sono poi 11 piattaforme ibride, quasi esclusivamente *reward e donation* (Castrataro et al, 2014).

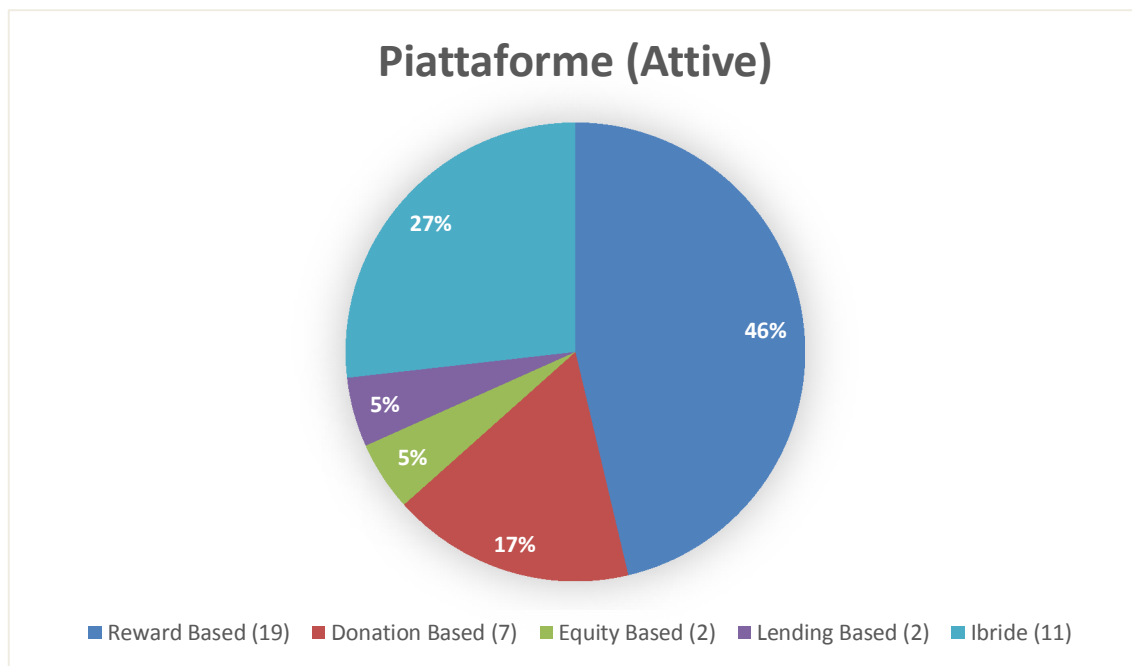


Fig. 1: Analisi delle piattaforme italiane di crowdfunding (attive). Fonte: Castrataro et al, 2014

Le piattaforme in fase di lancio sono 13, di queste 9 sono *equity based*, 1 *reward based* e 3 *ibride*.

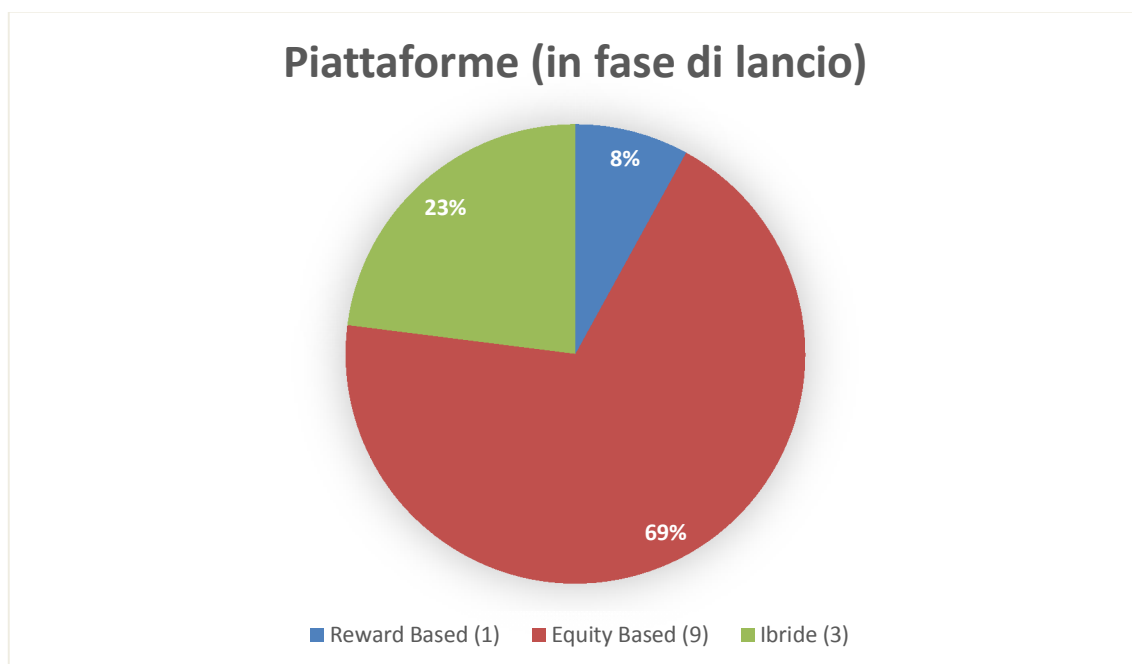


Fig. 2: Analisi delle piattaforme italiane di crowdfunding (in fase di lancio). Fonte: Castrataro et al, 2014

Il valore complessivo dei progetti finanziati attraverso le piattaforme italiane è circa 30 milioni di euro, cui concorrono in misura predominante le piattaforme *lending based* (77%), che presentano solo in parte i tratti caratterizzanti il

crowdfunding. I progetti presentati alle piattaforme presentano un andamento analogo: su 48 mila progetti il 79% riguarda il lending, 21% l'opzione reward e donation e solo lo 0,3% l'equity crowdfunding.

L'80% delle piattaforme seleziona i progetti da pubblicare che si riducono così al 26% del totale, pari a quasi 13 mila progetti di cui il 59% lending based e 41% reward e donation. La progettualità si conferma quindi abbastanza limitata a fronte del basso numero di piattaforme.

Se da un lato non emerge una piattaforma generalista di riferimento, come sta accadendo in altri paesi, dall'altro si diffondono le piattaforme verticali. Inoltre cresce il numero di piattaforme di settore.

Un'altra specificità italiana è che i progetti finanziati sono prevalentemente sociali (63%) seguiti a distanza da quelli creativi (23%), mentre i progetti imprenditoriali rappresentano solo il 14% del totale.

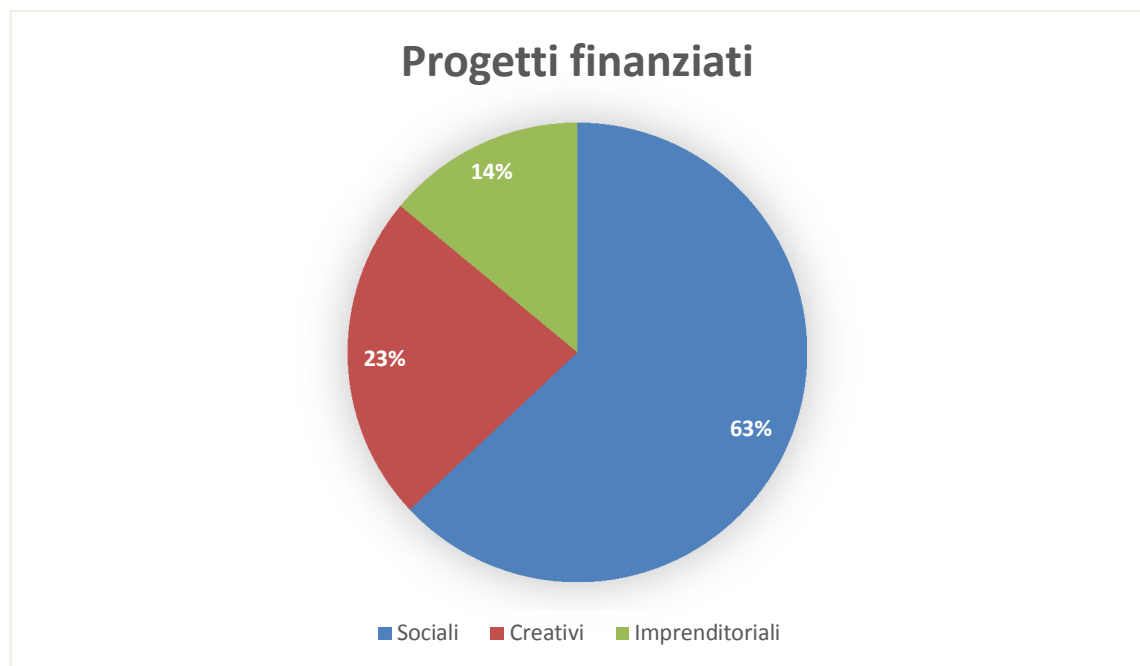


Fig. 3: Analisi dei progetti finanziati in Italia. Fonte: Castrataro et al, 2014

Fig. 4: Le cifre del crowdfunding in Italia (dati aggiornati a Maggio 2014)

	Progetti ricevuti	Progetti pubblicati	Finanziati <100%	Finanziati >100%	Valore (€)
Reward	2.230	640	30	295	1.045.550
Donation	1.223	1.216	215	919	1.763.000
Lending	38.157	7.588	-	2.906	23.488.000
Equity	162	6	-	1	160.000
Reward+Donation	6.487	3.361	624	582	4.164.550
	48.359	12.811	869	4.703	30.621.050

Analisi delle Piattaforme Italiane di Crowdfunding. Fonte: Italian Crowdfunding Network - Aggiornamento Semestrale, Maggio 2014¹.

Uno dei protagonisti del 2014 è stato certamente l'equity crowdfunding. Negli ultimi 16 mesi sono infatti stati avviati i primi portali e lanciati i primi progetti. A prescindere dall'esito il modello si sta sviluppando più lentamente del previsto. Anche in questo modello si rischia quindi una frammentazione tra operatori, a fronte di un pubblico di investitori che probabilmente ha ancora bisogno di educazione in questo campo e un bacino potenziale di aziende al momento ancora limitato (circa 4000 start-up innovative iscritte al registro).

Il mercato italiano del crowdfunding è quindi ancora debole e assume una caratteristica prevalentemente locale. Inoltre emergono criticità riconducibili al nostro sistema imprenditoriale: difficoltà burocratiche nella costituzione (mancano linee guida in materia di inquadramento giuridico dell'impresa e dell'attività aziendale) e nella gestione dell'impresa; posizione di svantaggio rispetto alla concorrenza internazionale, domanda ancora immatura, difficoltà nei servizi di pagamento e, più in generale, debole sostenibilità dei progetti imprenditoriali.

Infine per quanto riguarda la legislazione, si registra un eccesso di vincoli nell'equity e mancanza di chiarezza nel reward. Le piattaforme si stanno

¹ Per calcolare i numeri del crowdfunding italiano, la piattaforma mista reward-lending è stata aggregata al reward, quella donation-equity al donation, e quella donation-lending al lending. Nella categoria ibrida resta di conseguenza solo il modello reward-donation.

attrezzando per risolvere questi problemi attraverso attività di supporto al progettista, collaborazione con associazioni e comunità locali, proposta di percorsi formativi, organizzazione e partecipazione a eventi, seminari, conferenze, campagne di comunicazione online e offline, sperimentazione di nuovi modelli di business, soluzioni che al momento si sono dimostrate insufficienti (Pais et al, 2014).

1.2 I Modelli di Crowdfunding

La letteratura in materia di crowdfunding è in larga prevalenza di origine americana e quindi segue il metodo casistico. Questo approccio ha consentito di analizzare e distinguere i diversi contesti nei quali il crowdfunding si è confrontato con il mercato e di riassumere le tipologie di crowdfunding, spesso molto diverse tra loro, in quattro tipologie (Lerro, 2013):

- *Reward based*
- *Donation based*
- *Lending based*
- *Equity based*

Esse si differenziano a seconda che si tratti di micro-credito, di donazione pura e semplice, oppure che il modello preveda l'erogazione di piccole ricompense ai finanziatori, o infine che il crowdfunding sia finalizzato alla raccolta di capitale di rischio (equity).

I dati della ricerca Massolution² attribuiscono un'ampia prevalenza quantitativa al modello lending based, che nel 2014 ha raccolto 11,08 miliardi di dollari, pari a circa il 70% della raccolta totale, nonostante che le campagne reward e di equity crowdfunding, di solito, ottengano il maggior numero di titoli sui giornali. In ogni caso l'equity crowdfunding è la categoria che riveste maggior interesse, per il suo impatto strategico ed economico, per la capacità di generare occupazione e per le possibili conseguenze in termini di rischi per l'investitore.

² Società di ricerca americana specializzata nei settori del crowdsourcing e del crowdfunding.

Ovviamente i dati sulla raccolta sono penalizzati dal quadro normativo, che fino al 2012 e buona parte del 2013 non ha consentito lo sviluppo di questo modello nei Paesi industrializzati.

1.2.1 Reward Based

Il reward based è il modello utilizzato dai due terzi delle piattaforme e consiste in uno “scambio” tra il progettista e il sostenitore del progetto (detto backer).

Questo modello consiste nella partecipazione al finanziamento di un progetto in cambio di un premio, un riconoscimento, un oggetto realizzato con i capitali raccolti o anche premi più complessi. Ad esempio si riconduce a questo modello, la raccolta fondi effettuata in favore dei candidati presidenziali americani, che attribuisce ai sostenitori degli status onorifici proporzionali alla donazione effettuata. Il Presidente Obama è stato tra i primi interpreti di questo innovativo strumento di partecipazione popolare alla parte finanziaria della vita politica, utilizzando le infinite possibilità di mobilitazione e coinvolgimento offerte dal web.

Il valore delle ricompense è spesso minore rispetto alla donazione effettuata in quanto l’obiettivo per un donatore non è ricevere ricompense ma sostenere un progetto in cui si crede.

L’originalità di una ricompensa assume spesso un ruolo importante in una campagna di crowdfunding, diretta a coinvolgere direttamente il sostenitore nella realizzazione del progetto. Inoltre il sistema di premiazione mediante ricompense non solo aiuta a finanziare i progetti ma permette anche di valutare l’interesse pubblico prima di lanciare nuovi prodotti.

Il reward based può essere definito come l’intersezione di fenomeni tipici del web 2.0 come lo *storytelling* (il saper raccontare storie che appassionano e coinvolgono la gente), il *social commerce* (l’idea che la community online diventi una sorta di team di marketing, contribuendo a promuovere il progetto a tutti i loro amici e contatti) e il *community building* (Spinelli, 2014).

Nel modello reward based è possibile distinguere 2 tipologie di piattaforme:

- Generaliste: raccolgono progetti legati a svariati argomenti;
- Tematiche: raccolgono progetti rivolti a una determinata community e a un determinato argomento.

A prescindere dal modello è possibile distinguere 2 modelli tipici di raccolta fondi:

- Il tutto o niente (*all or nothing*): in questo caso il progettista stabilisce un budget e il tempo di raccolta. Se nel tempo di raccolta il budget non viene raggiunto il progetto decade e le offerte tornano in mano dell'investitore;
- Prendi tutto (*keep at all*): viene stabilito un budget e il tempo di raccolta ma, in questo caso, il finanziamento giunge al progetto a prescindere se esso raggiunga o meno il proprio target entro la scadenza prevista.

Possono essere definiti come elementi alla base di tale modello di crowdfunding, il racconto (attraverso cui il progettista ha la possibilità di trasmettere la propria passione), le ricompense e le informazioni sul progettista, volte a creare il rapporto di fiducia tra progettista e sostenitore (Lerro, 2013).

1.2.2 Donation Based

Questo modello di crowdfunding non prevede alcun ritorno economico per chi effettua la donazione. È utilizzato soprattutto da organizzazioni non profit ed è il sistema più simile al fundraising online.

Il fundraising viene definito come *“l’insieme delle attività di un soggetto collettivo volte a reperire le risorse economiche necessarie a raggiungere gli scopi che esso si propone, ossia a rendere sostenibili le cause sociali da esso promosse”* (Ambrogetti et al,1998). Tale fenomeno si è ampiamente sviluppato nell’ambito delle organizzazioni non profit.

Le piattaforme di donazione costituiscono uno dei modelli più diffusi e nel 2013 il relativo mercato ha totalizzato circa 979 milioni di dollari, crescendo del 45%. Si tratta di un modello particolarmente utilizzato per la beneficenza pura, per

iniziative sociali o per progetti artistici e quindi è piuttosto diverso dagli altri modelli.

“Il crowdfunding non è solo donazione, i sostenitori ricevono un beneficio emotivo e di riconoscibilità sociale. Non si tratta di semplice fundraising ma è storytelling, è comunicazione, è attivazione della community” (Spinelli, 2012).

Dan Maron definisce questa nuova forma di finanziamento “il nuovo like”, una forma attiva di partecipazione. Grazie agli strumenti del web 2.0 la community dei sostenitori può essere direttamente coinvolta nella formazione di un’idea e nella sua realizzazione.

È possibile seguire passo per passo lo sviluppo di un progetto tutelati dalla garanzia di trasparenza offerta dai feedback provenienti dalla folla. La reputazione di un progetto e del suo progettista dipende soprattutto dalla validazione della community che giudica la qualità dell’idea e decide di sostenerla. Il sostenitore non è solo un acquirente ma diviene artefice del successo del progetto.

In Italia ci sono 10 piattaforme di *donation based crowdfunding* tra cui: Rete del dono, Shinynote, Produzioni dal basso, Let’s donation, Io dono, Pubblico bene, Fund for culture, Buona causa e Leevia. Essa è la forma di crowdfunding prevalente in Italia dopo il reward based.

Un interessante esempio di donation based crowdfunding diverso dalla beneficenza, è l’americana EpicStep.com: chiunque può proporre la creazione di un cartellone pubblicitario con un determinato messaggio, aprendo il progetto alle sottoscrizioni volontarie. Se il crowdfunding ha successo, ossia se viene raggiunto il minimo valore indicato dalla piattaforma, viene realizzato il cartellone pubblicitario. EpicStep raccoglie in questo modo comunità di persone che condividono l’esigenza di inviare al mondo determinati messaggi, aiutandoli a realizzare questo sogno. Per i sottoscrittori non c’è nessun guadagno, ma essi trovano soddisfazione nella realizzazione di un progetto comune (Lerro, 2013).

1.2.3 Lending Based

Social lending significa letteralmente “prestito sociale” in cui un prestatore presta denaro a più richiedenti.

È possibile distinguere 3 modelli:

- Modello micro-prestiti: è la fornitura di servizi finanziari a clienti con bassi redditi. Il denaro è raccolto da un gruppo di persone ed è gestito da un intermediario locale;
- Prestito peer to peer: è una transazione finanziaria (prestare e prendere in prestito). Avviene direttamente tra individui senza l'intermediazione delle tradizionali istituzioni finanziarie. Un gruppo di persone presta piccole somme di denaro alla stessa persona o organizzazione;
- Prestito peer to business: si tratta di un micro-prestito a piccole imprese o start-up. Ad esempio, per entrare a far parte della comunità di prestatori della piattaforma italiana Smartika è necessario registrarsi al portale e creare un'offerta di prestito scegliendo tra cinquecento e cinquantamila euro; l'offerta verrà successivamente immessa sul mercato per essere distribuita in parti uguali a cinquanta richiedenti differenti. Per entrare a far parte della comunità dei richiedenti è necessario avere la maggiore età, un conto corrente, una buona storia creditizia e un reddito dimostrabile. I richiedenti possono richiedere un prestito da mille a quindicimila euro e decidere se estinguere il finanziamento in ventiquattro, trentasei o quarantotto mesi.

Il modello lending in realtà ha due specificazioni, nate da esigenze di compliance nazionale: da una parte vi è il modello classico, tramite il quale il finanziatore presta direttamente il denaro a ciascun mutuatario, sia pure con l'ausilio della piattaforma; dall'altra vi è un modello totalmente intermediato dalla piattaforma di crowdfunding: il finanziatore investe in un veicolo societario il cui andamento determina il successo o meno dell'operazione. Questo veicolo eroga il credito ai vari mutuatari, assorbendo i rischi di insoluto e gestendo le relative azioni di recupero. In questo modo, utilizzando il secondo modello, si evita di incorrere in alcuni divieti imposti da alcuni Stati in relazione all'attività di prestito tra privati.

Vengono finanziati progetti artistici o musicali, ma soprattutto progetti imprenditoriali; evidentemente la gente ha voglia di contribuire al successo di un'attività imprenditoriale e in questo caso la partecipazione non avviene in termini di partecipazione azionaria ma nella forma del credito. Prestando denaro ad una azienda in cui crede, l'individuo si sente molto vicino ad essa, quasi socio, quasi imprenditore (Lerro, 2013).

1.2.4 Equity Based

A differenza del reward based crowdfunding, in cui l'offerta di un sostenitore viene ripagata con una ricompensa, con l'equity based il denaro investito in un determinato progetto viene ripagato con partecipazioni azionarie. Si tratta di una piattaforma di crowdfunding associata al *profit sharing* che permette a una rete distribuita di finanziatori di ottenere quote o azioni in una società.

Secondo i dati del Crowdfunding report di Massolution, nel 2013 questo modello ha registrato una crescita del 30% a livello globale.

L'equity può essere attivato attraverso 2 modelli:

- Modello cooperativa: consiste nella creazione di una piattaforma fittizia che funge da meccanismo di collezione dell'investimento. In questo modello i contribuenti vengono riuniti in entità legali (cooperative) che investono nei progetti;
- Modello club: le piattaforme reclutano potenziali investitori come membri di un club di investimento chiuso. In questo modo l'offerta non viene fatta direttamente al pubblico.

L'equity crowdfunding si distingue da altre forme di investimento in quanto permette a tutti gli individui di diventare degli investitori. Questa possibilità richiede necessariamente dei regolamenti volti a prevenire eventuali frodi e a tutelare gli investitori dal rischio di impresa. Un esempio classico di equity crowdfunding è il caso di MyFootballClub, un progetto che ha reso possibile l'acquisizione della squadra di calcio inglese Ebbsfleet United grazie ad un azionariato diffuso tra i fan, sviluppato a quote da 35 sterline che attribuiscono al

possessore tutti i diritti dell'azionista. Tutti i crowdfunder sono diventati soci del club acquisendo tutti i diritti tipici dell'azionista, compreso il diritto di voto e il diritto agli utili. Ovviamente i crowdfunder erano tifosi del club, quindi si è sfruttata quella coincidenza soggettiva tra “consumatori” del prodotto e investitori nel prodotto stesso, che caratterizza molti progetti di crowdfunding (Lerro, 2013).

1.3 Le piattaforme di crowdfunding

Le piattaforme di crowdfunding sono siti web che facilitano l'incontro tra domanda di finanziamenti da parte di chi promuove dei progetti e l'offerta di denaro da parte degli utenti. Come abbiamo detto in precedenza, le piattaforme di crowdfunding si possono distinguere in generaliste, che raccolgono progetti di ogni area di interesse, e tematiche, specializzate in progetti di particolari settori. Le piattaforme di crowdfunding si configurano come un sistema online di raccolta del capitale dove coloro che hanno un'idea da realizzare possono accedere, siano essi, singoli individui, imprese già strutturate o in fase di costruzione.

I dati confermano la crescita importante del mercato del crowdfunding in Italia. Il numero di piattaforme continua a salire senza sosta, a fronte di un capitale totale raccolto che - in comparazione - cresce molto più lentamente, arrivando a raggiungere i 30 milioni di Euro. Dalle 41 piattaforme contate a Novembre 2013, siamo passati a 54. Sei delle piattaforme incluse nel conteggio precedente sono ora inattive o hanno chiuso l'attività, pertanto sono oltre 15 le piattaforme nate o lanciate nel primo semestre 2014. Tra i 54 portali rilevati, 41 sono attivi, mentre i restanti sono in via di lancio. Si tratta, in prevalenza, di portali di equity-based crowdfunding, ovvia conseguenza del relativo regolamento Consob entrato in vigore nell'estate 2013 (Castrataro et al, 2014).

Una delle piattaforme di maggior successo a livello internazionale è Kickstarter³, piattaforma statunitense nata nel 2009 divenuta famosa per aver permesso il finanziamento di progetti come Diaspora, un social network che nel giugno 2010 riuscì a raccogliere 200 mila dollari, OUYA (8 milioni di dollari nell'agosto 2012) e lo smartwatch Pebble (10 milioni di dollari nel maggio 2012).

La prima piattaforma di crowdfunding ad apparire sul mercato è stata la statunitense ArtistShare⁴, fondata nel 2000 e focalizzata sul finanziamento di opere artistiche.

In Italia il fenomeno è ancora più recente e la prima piattaforma documentata si ha nel 2009 con la fondazione di Kapipal⁵ a cui sono seguite negli anni successivi numerose altre iniziative come Eppela⁶ e Starteed⁷.

Le piattaforme di crowdfunding sono da considerare come dei Multi-sided Market o, più correttamente, come Multi-sided Platform. Una possibile definizione delle Multi-sided Platform è la seguente:

“An organization that creates value primarily by enabling direct interaction between two (or more) distinct types of affiliated customers” (Hagiu et al, 2011).

La definizione di Multi-sided Platform è coerente con il funzionamento di una piattaforma di crowdfunding. Infatti, il valore di queste piattaforme deriva dalla capacità di fare incontrare direttamente e senza bisogno di alcuna intermediazione la domanda e l'offerta di capitali per sostenere progetti innovativi.

Le piattaforme di crowdfunding si basano su tre caratteristiche comuni (Agrawal et al, 2011):

1. Consentono ai creator (le persone e le organizzazioni che richiedono risorse finanziarie per sostenere lo sviluppo dei propri progetti) di accedere alla community di possibili finanziatori del progetto presentato;

³ www.kickstarter.com

⁴ www.artistshare.com

⁵ www.kapipal.com

⁶ www.eppela.com

⁷ www.starteed.com

2. Consentono piccole transazioni finanziarie così da rendere possibile un'ampia partecipazione al finanziamento, frazionando il rischio fra un numero maggiore di crowdfunders;
3. Forniscono informazioni su creator e finanziatori così come gli strumenti per permettergli di comunicare reciprocamente in maniera diretta, senza bisogno di intermediazione.

Il processo di finanziamento attraverso una piattaforma di crowdfunding inizia con l'iscrizione alla piattaforma stessa e la pubblicazione del progetto per cui si richiedono risorse finanziarie presentandone caratteristiche, finalità e possibili utilizzi. Altro elemento fondamentale della campagna è costituito dai termini della raccolta che devono riguardare la definizione dell'ammontare richiesto e la scadenza della campagna nonché le eventuali ricompense qualora siano previste dal modello di crowdfunding prescelto.

I possibili finanziatori, visitando la piattaforma, hanno la possibilità di visionare e valutare una serie di progetti e potranno sostenere economicamente quelli che ritengono più meritevoli con una semplice transazione online. Alla scadenza del progetto, se l'obiettivo di raccolta è stato raggiunto o superato, i fondi raccolti vengono trasferiti al richiedente al netto di una commissione che verrà trattenuta dalla piattaforma come compenso per l'attività svolta. Alcune piattaforme prevedono che qualora i fondi raccolti fossero inferiori alla somma richiesta, questi verrebbero restituiti ai finanziatori così il progetto non sarebbe finanziato.

I servizi offerti da alcune piattaforme includono outsourcing di servizi proprietari ad altre piattaforme di crowdfunding, supporto legale e coinvolgimento nella stesura dei contratti, sistemi di analisi delle campagne e la gestione dei metodi di pagamento.

Un elemento di differenziazione fra le piattaforme di crowdfunding è il tipo di sostegno che riservano ai creator: alcune piattaforme si limitano a offrire una vetrina al progetto fungendo da semplice marketplace mentre altre, come ad esempio Quirky⁸, offrono una serie di servizi aggiuntivi come lo shop online dei

⁸ www.quirky.com

prodotti finanziati e il coinvolgimento della community e di tecnici professionisti nella ideazione e realizzazione del prodotto.

Un altro elemento caratterizzante le piattaforme è il raggio di azione di una piattaforma in termini geografici. Alcune piattaforme di crowdfunding limitano la propria attività entro i confini nazionali mentre altre hanno confini più ampi mentre sono ancora poche le piattaforme operanti a livello globale. Ad esempio Kickstarter permette la presentazione di progetti solo a persone fisiche residenti negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito e intende estendere la possibilità anche ad altri paesi come Australia e Nuova Zelanda.

Fondamentale rilevanza riveste la tipologia di progetti presenti sulla piattaforma. È necessario distinguere fra quelle che effettuano una selezione dei progetti prima di pubblicarli e quelle che, invece, sono aperte a qualsiasi progetto e lasciano che siano gli utenti stessi a decretare la validità di un progetto tramite il loro supporto.

Oltre alla tipologia dei progetti presentati è rilevante anche quella dei creator: alcune piattaforme si rivolgono a quelli che non presentano idee strettamente imprenditoriali, altre a startup che vogliono finanziare la ricerca sul prodotto, mentre altre ancora ad imprese già avviate e intenzionate a espandersi ulteriormente.

Come già accennato possiamo classificare quattro modelli di crowdfunding e altrettante tipologie di piattaforme: reward based, come Kickstarter, equity based, lending based e donation based.

In particolare prendiamo in considerazione il modello equity based:

Per quanto riguarda questo modello, le complicazioni normative sono finora superate, come detto in precedenza, attraverso due soluzioni alternative: il modello Club e il modello Cooperativa.

- Nel modello Club le piattaforme reclutano potenziali investitori per renderli membri di un club d'investimento chiuso. In questo modo l'offerta dei titoli rappresentativi del capitale non è da considerarsi aperta

al pubblico rispettando quindi la normativa. Ne sono un esempio l'italiana SiamoSoci⁹ o l'olandese Symbid¹⁰.

- Nel modello Cooperativa (detto anche Holding), è prevista la creazione di una cooperativa fittizia che funge da veicolo per la raccolta dell'investimento: i crowdfunders vengono radunati in entità legali che investono nei progetti (Castrataro et al, 2012).

Un altro elemento da prendere in considerazione è il raggiungimento del target, cioè la somma di finanziamento indicata al momento del lancio della campagna come quantità minima da raggiungere per decretare il successo della stessa.

Tale importo viene giustificato tramite la redazione di un “*master budget*” contenente le diverse spese da sostenere, così da impedire che i creators richiedano somme eccessive rispetto a quelle necessarie. Oltre all'ammontare del finanziamento richiesto e alla presentazione del progetto, deve essere indicata anche la durata della campagna.

La maggior parte delle piattaforme di crowdfunding adotta la politica del “*all or nothing*”: se al termine del periodo di raccolta l'ammontare complessivo richiesto viene raggiunto (o, per alcune piattaforme, superato), il creator riceverà l'intera somma salvo le commissioni trattenute dalla piattaforma; se, al contrario, la somma non viene raggiunta, tutti i contributi raccolti verranno restituiti ai finanziatori.

L'obiettivo è consentire che i contributi giungano solo ai progetti che hanno maggiori possibilità di essere realizzati, cioè quelli che abbiano ottenuto le risorse che gli stessi proponenti ritengono necessarie.

Altre piattaforme adottano, invece, la politica “*take it all*”: il creator riceverà la somma raccolta a prescindere dal raggiungimento dell'obiettivo della campagna. Sebbene la clausola all or nothing non sia presente in tutte le piattaforme, è ampiamente diffusa poiché costituisce una garanzia di serietà dell'iniziativa.

⁹ www.siamosoci.com

¹⁰ www.symbid.com

1.3.1 Le piattaforme di crowdfunding in Italia

Sono circa 50 le piattaforme made in Italy. La maggior parte delle piattaforme ha sede nel nord Italia, non necessariamente in grandi città, anche se Milano, sede legale di 8 piattaforme e operativa di 10, si conferma la capitale del crowdfunding italiano. Rispetto agli anni passati si registra una crescita del numero di piattaforme presenti al sud (8) e al centro (4) del Paese.

Le principali piattaforme italiane sono:

- Eppela: piattaforma *reward-based* generalista (cioè aperta a tutti i tipi di progetto), che permette di creare un progetto, condividerlo con il proprio network e ottenere un finanziamento per la sua realizzazione. Essa è attenta all'imprenditoria giovanile e si rivolge prevalentemente ad artisti, scrittori, videomaker, geek, designer e creativi in generale.
- Produzioni dal Basso: è una piattaforma *reward-based* e *donation-based*, cioè predisposta sia per progetti che prevedano donazioni in cambio di ricompensa sia per progetti che richiedano donazioni semplici, senza nulla in cambio. Produzioni dal Basso è una piattaforma generalista, orizzontale (in quanto non pone alcuna intermediazione) e ha 4 modalità diverse di crowdfunding che si adattano a ogni tipo di progetto.
- Siamo Soci: piattaforma dedicata alle startup, che ha come obiettivo quello di agevolare l'apporto di risorse verso l'imprenditoria innovativa.
- De Rev: è una piattaforma interattiva per creare il cambiamento e l'innovazione, con l'obiettivo di "trasformare le migliori idee in rivoluzioni". Con DeRev, i progetti sono in grado di ottenere non solo finanziamenti, ma anche partecipazione, visibilità, commenti e suggerimenti da persone o comunità interessate. Oggi DeRev è un'azienda leader in Italia nel mercato del crowdfunding, della democrazia partecipativa e della comunicazione virale sui social media.
- Terzo Valore: ideale per progetti sociali, è una piattaforma che consente alle persone – fisiche e giuridiche – di prestare denaro ai progetti non-profit in modo diretto, senza l'utilizzo di intermediari. Terzo Valore è un

servizio di Banca Prossima, la banca del Gruppo Intesa Sanpaolo dedicata al Terzo Settore.

- Com-Unity: un portale crowdfunding generalista, di proprietà di Banca Interprovinciale Spa e sviluppato insieme allo Studio SCOA. COM-Unity è composta da un Comitato Etico indipendente che analizza e valuta i progetti presentati e da un team di Tutors che aiutano a redigere il progetto; inoltre, il sito garantisce che se non si raggiunge l'obiettivo minimo i soldi donati vengono restituiti.
- Shiny Note: nasce con l'idea di "soddisfare il bisogno degli individui di trovare uno spazio condiviso di espressione affettiva ed emotiva" e rappresenta uno spazio nel quale narrare storie più o meno positive di persone comuni e finanziare progetti di solidarietà.
- Rete del dono: è una piattaforma di crowdfunding per la raccolta di donazioni online a favore di progetti d'utilità sociale ideati e gestiti da organizzazioni non profit.
- Starteed: fondata nel 2012, tra i fondatori dell'ICN e vincitrice del premio Telecom Working Capital, Starteed è la crowd-company che sviluppa soluzioni nel mercato del crowdfunding e della co-creazione con l'obiettivo di fornire infrastrutture tecnologiche personalizzate e servizi specializzati per chi vuole creare modelli finanziari efficaci e trasparenti. Aiuta a creare una campagna di crowdfunding o a costruire una propria piattaforma.
- StarsUp: fondata nel 2013, con sede a Livorno, è stata la prima piattaforma di equity crowdfunding a ottenere l'iscrizione nel Registro dei portali online per la raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative.

Ci sono poi i portali tematici come Musicraiser, esclusivamente dedicato alla musica e Cineama per gli appassionati di cinema o Fund For Culture, un sistema di raccolta fondi per la cultura, che vuole favorire l'incontro tra chi vuole fare cultura in Italia e chi vuole sostenerla a partire da piccole donazioni.

Di seguito riportiamo l'elenco della posizione geografica della sedi delle piattaforme.

Sedi legali:

NORD	Bologna, Bergamo, Brescia, Cherasco, Cusano Milanino, Genova, Milano (8), Modena, Padova, Parma, Schio, Torino
CENTRO	Ascoli Piceno, Livorno, Terni
SUD	Bari, Macerata, Molfetta, Napoli, Reggio Calabria
ESTERO	Londra

Fig. 5: Sedi legali delle piattaforme italiane. Fonte: Castrataro et al, (2014)

Sedi operative:

NORD	Bologna, Brescia (2), Casalecchio di Reno, Cesano Moderno, Como, Formigine, Genova, Marano sul Panaro, Milano (10), Moena, Vanzone con San Carlo, Vignola, Trento
CENTRO	Ancona, Firenze, Lucca, Viareggio
SUD	Bari, Cerignola, Lecce, Locorotondo, Macerata, Molfetta, Napoli, Reggio Calabria
ESTERO	Berlino

Fig. 6: Sedi operative delle piattaforme italiane. Fonte: Castrataro et al, (2014)



Fig. 7: Infografica sulle piattaforme italiane. Fonte: Italian Crowdfunding Network (2014).

1.3.2 Limiti e prospettive per il 2015

Stando al rapporto dell'Italian Crowdfunding Network, nonostante la presenza di circa 50 piattaforme, il valore complessivo dei progetti finanziati attraverso le piattaforme italiane è ancora relativamente basso: circa 30 milioni di euro (a fronte di 5 miliardi di dollari a livello mondiale). Se non consideriamo i 23,5 milioni del *social lending*, che è una forma di prestito tra pari, appena più di sei milioni di euro è destinato al crowdfunding in senso stretto e riguarda

prevalentemente progetti sociali, mentre quelli imprenditoriali sono una minoranza.

Tra le tendenze si registrano piattaforme tematiche come Musicraiser e la grande diffusione di quelle rivolte al terzo settore, nonché il successo del crowdfunding civico e si sottolinea come la chiave di volta per il reale decollo in Italia stia nel considerare il crowdfunding più come strumento di partecipazione che di fundraising: *“Bisogna rinunciare all’idea di copiare gli esempi anglosassoni e cercare di costruire e sperimentare modelli coerenti con la cultura italiana. Un esempio? Le piattaforme territoriali, che accettano e promuovono progetti strettamente legati alla zona di riferimento. Uno strumento quindi ancora non sbocciato del tutto, in parte perché soffriamo di una scarsa cultura digitale; in parte per problemi strutturali, il digital divide resta ampio nel nostro paese. Di certo, ci sono grandi aspettative di sviluppo in senso digitale per il nuovo anno. Sarà il 2015 un momento decisivo per il crowdfunding in Italia?”* (Pais, 2014).

1.4 Quadro Normativo

Mentre il Reward based, Donation based e Social lending crowdfunding non sollevano particolari problematiche riguardo aspetti normativi e regolamentari, è invece più complessa la situazione dell’equity model.

Il crowdfunding può costituire un nuovo strumento per il finanziamento di startup e imprese innovative e, di conseguenza, per sostenere la creazione e lo sviluppo di idee innovative permettendo la raccolta di capitali presso il pubblico. Questo tipo di attività ha riguardato fino a poco tempo fa importanti operazioni finanziarie svolte sui mercati regolamentati come per esempio l’offerta pubblica iniziale o IPO. Per l’elevata complessità di queste operazioni e per la tutela del pubblico risparmio, la raccolta di capitali presso il pubblico è stata regolamentata in maniera incisiva nella maggior parte delle economie sviluppate. Ciò ha costituito un limite alla nascita di piattaforme di equity crowdfunding e all’affermazione del modello.

Alcuni paesi come gli Stati Uniti e l'Italia, al fine di incentivare la crescita economica e la creazione di posti di lavoro, hanno approvato importanti modifiche all'assetto regolamentare per poter introdurre questa nuova fonte di finanziamento all'interno del loro ordinamento (Lerro, 2013).

1.4.1 Il mercato Italiano e il Decreto Crescita 2.0

Il mercato del crowdfunding in Italia è caratterizzato dalla presenza di quattordici piattaforme che hanno ottenuto l'autorizzazione da parte della CONSOB a raccogliere fondi per le giovani imprese, dal 2013 a oggi: Stars Up, Assiteca Crowd, Smarthub, The Ing Project, Next Equity Crowdfunding Marche, Crowdfundme, Muum Lab, Siamo Soci, Fundera, Ecomill, Wearestarting, Equinvest, Baldi & Partners e Startzai, (quest' ultima ha ottenuto l'autorizzazione lo scorso 25 Febbraio).

A questa lista si aggiungono altre piccole piattaforme che si stanno affacciando sul mercato anche sotto la spinta dell'attenzione mediatica che il crowdfunding ha ottenuto negli ultimi anni.

In particolare va considerato il caso della piattaforma StarsUp, gestita dalla StarsUp s.r.l., costituita a luglio 2013, con sede a Livorno. È la prima piattaforma italiana ad aver ottenuto l'autorizzazione da parte della Consob, per la raccolta di capitali nelle start-up innovative (il caso verrà analizzato in maniera approfondita nel terzo capitolo).

L'interesse per il crowdfunding in Italia nasce, come negli Stati Uniti, nel tentativo di cercare nuove vie per incentivare la crescita economica e la creazione di posti di lavoro.

Il primo passo verso la regolamentazione dell'equity crowdfunding è stata l'approvazione del "Decreto Crescita 2.0" (D.L. 179 del 18.10.2012 convertito con modificazioni in L. 221 del 17.12.2012, art. 30) promosso da Corrado Passera, Ministro dello sviluppo Economico durante il Governo Monti¹¹.

¹¹ Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 recante: "Ulteriori misure urgenti per la crescita del paese". Consultabile all'indirizzo www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/12/18/12A13277/sg

Il modello presentato nel decreto è quello di un sistema di raccolta di capitale online che sia regolamentato e monitorato al fine di conciliare il principio della difesa del risparmio anche in questo mercato. Infatti nel testo di presentazione del Decreto Crescita è previsto che *“la vigilanza viene affidata alla CONSOB, che è delegata ad emanare la disciplina secondaria al fine di tutelare gli investitori diversi da quelli professionali”*.

Il 26 giugno 2013, con la pubblicazione da parte della CONSOB del *“Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali online”*¹², l'Italia è diventato il primo paese dove l'equity crowdfunding è pienamente regolamentato.

L'equity crowdfunding è permesso nel nostro ordinamento unicamente alle start-up innovative iscritte nell'apposita sezione del Registro delle Imprese.

L'art. 25 del Decreto Crescita 2.0 (modificato dal D.L. n. 76/2013) definisce una startup innovativa come: *“una Società di capitali di diritto italiano o una Società Europea costituita ai sensi del Regolamento comunitario, che sia residente in Italia. Essa deve essere dotata di una serie di requisiti tra cui l'essere stata costituita da non più di 48 mesi, l'avere sede principale in Italia, il non distribuire utili, l'innovatività dell'oggetto sociale che deve essere dimostrata dall'alto valore tecnologico del bene o servizio commerciato e l'origine della società che non deve derivare da fusione, scissione o cessione d'azienda”*.

Inoltre, le startup innovative devono avere almeno una fra le seguenti caratteristiche:

1. Spese di ricerca e sviluppo uguali o superiori al 15% del maggiore tra il costo e il valore totale della produzione (escluse le spese per l'acquisto di immobili);
2. Almeno un terzo dei dipendenti o collaboratori devono aver conseguito o avere in corso un dottorato di ricerca o essere laureati con almeno tre anni di ricerca certificati o in possesso di laurea magistrale;

¹² CONSOB (2013). Delibera n. 18592; Adozione del *“Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”* Disponibile in: www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18592.htm

3. Titolarità o licenza di almeno una privativa per invenzione industriale o per topografie di prodotti a semiconduttori o di un'invenzione biotecnologica o di un programma per elaboratore originario. Tali privative devono riguardare l'oggetto sociale e l'attività d'impresa.

L'ambito soggettivo per l'accesso al crowdfunding rappresenta una delle principali differenze fra la normativa italiana e quella statunitense dove il crowdfunding è pensato principalmente per sostenere la piccola impresa commerciale o artigiana.

Il finanziamento tramite equity crowdfunding deve essere realizzato tramite apposite piattaforme online che possono essere di due tipi:

- Piattaforme web ordinarie;
- Piattaforme web gestite da istituti bancari e società di investimento.

Mentre le prime sono soggette all'obbligo di registrazione nell'apposito Registro tenuto dalla CONSOB e al rispetto di una serie di requisiti di onorabilità e professionalità, le seconde devono semplicemente essere annotate in una speciale sezione del registro in quanto già autorizzate a svolgere in via ordinaria l'attività di sollecitazione del pubblico risparmio.

Le piattaforme ordinarie possono gestire autonomamente solo investimenti di importo unitario limitato, cioè 500 euro per persone fisiche e 1.000 euro per le persone giuridiche.

Per importi superiori, esse devono collaborare con banche e società di investimento che curino la parte esecutiva dell'investimento applicando le procedure MIFID, valutando il profilo di rischio dell'investitore, curando l'incasso e applicando le procedure antiriciclaggio. Banche e società di investimento possono invece gestire autonomamente l'intero processo senza limitazioni particolari.

Queste avranno un ruolo anche nel caso di investimenti nella prima categoria di piattaforme per gli investimenti inferiori ai limiti previsti poiché a queste è fatto divieto di detenere denaro o strumenti finanziari di terzi: quindi dovranno aprire un apposito conto a nome della società che offre i propri titoli con vincolo di

indisponibilità della provvista fino a conclusione della campagna di crowdfunding.

Sebbene la piattaforma di crowdfunding debba essere destinata esclusivamente a questa attività, il suo gestore può offrire servizi alle società che vogliono offrire capitale di rischio o agli investitori. I servizi possono spaziare dalla predisposizione della documentazione necessaria per l'offerta, alle analisi competitive, fino ai servizi successivi all'offerta come la gestione di un mercato secondario.

Il limite previsto dall'articolo 13.3 del regolamento consiste nel divieto imposto al gestore della piattaforma di crowdfunding di formulare raccomandazioni riguardo gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, al fine di influenzare il loro andamento.

La normativa generale sugli intermediari finanziari prevede una serie di regole relative al conflitto di interessi, ai quali gli intermediari finanziari si devono attenere, come misure di informazione preventiva, attività di gestione di rischi e previsione di clausole contrattuali a tutela degli interessi del cliente: queste norme si applicano certamente alle banche e alle società di investimento.

Relativamente ai gestori della piattaforma, invece, l'art. 50 quinquies del TUF esclude l'applicazione di un ampio numero di norme, tra cui l'art. 21 del TUF e, di conseguenza, sembrerebbe escludere la normativa del conflitto di interessi. Il regolamento però con l'art. 13, richiede al gestore di evitare conflitti di interesse che possano incidere negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti assicurando parità di trattamento ai destinatari di offerte che si trovino in condizioni identiche.

Come detto in precedenza, il decreto indica nella tutela dei piccoli investitori uno dei principi della regolamentazione CONSOB.

Proprio in tutela del pubblico di investitori si è previsto che una quota pari al 5% dell'offerta venga sottoscritta da investitori professionali come investitori specializzati nel venture capital, fondazioni bancarie o incubatori certificati (art. 24.2). Fino a che non si ha, quindi, la certezza che la quota riservata agli investitori professionali sia stata raggiunta, l'operazione di finanziamento non

può essere perfezionata né i sottoscrittori possono acquisire la qualifica di azionisti né il denaro raccolto può essere impiegato dall'impresa.

La ratio della norma sarebbe di garantire ai sottoscrittori la presenza di almeno un investitore qualificato che abbia quindi esperienza e capacità nel valutare e investire in imprese la cui rischiosità potrebbe essere complessa da valutare per un investitore meno qualificato.

Delle possibili categorie di investitori professionali (a volte indicati come "sponsor") solo fondazioni bancarie e gli incubatori certificati sono sufficientemente delineate. Gli investitori professionali a cui fa riferimento l'art. 24.2 del regolamento, sono quelli definiti dall' art.1 lettera j) dello stesso come clienti pubblici di diritto come Governo e Banca d'Italia (che difficilmente parteciperanno a una campagna di finanziamento di equity crowdfunding) e clienti privati di diritto.

Per clienti privati di diritto si intendono: banche, imprese di investimento, altri istituti finanziari autorizzati e regolamenti, imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo e società di gestione di questi, fondi pensione, negoziatori per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione e al sistema di compensazione e garanzia, altri investitori istituzionali e agenti di cambio. A questi si aggiungono le grandi imprese che presentino, a livello di singola società, determinati requisiti dimensionali e gli investitori istituzionali, la cui attività principale sia investire in strumenti finanziari.

Il sistema di protezione dell'investitore previsto dal regolamento sul crowdfunding è particolarmente robusto e per certi aspetti potrebbe risultare perfino ripetitivo.

Innanzitutto, al di sopra di una soglia minima si applicano le garanzie MIFID e, quindi, è possibile procedere all'investimento solamente se considerato coerente con il profilo dell'investitore dal questionario MIFID.

L'investitore è tenuto a compilare una serie di questionari che dimostrano che egli ha compreso la rischiosità dell'iniziativa nei suoi vari profili.

Inoltre il regolamento CONSOB prevede una serie di strumenti a tutela dei piccoli investitori.

Il primo strumento di protezione è regolamentato dall'art.25.2. Tra il momento di adesione all'offerta e quello in cui essa si conclude, gli investitori non professionali, le istituzioni bancarie e gli incubatori certificati possono revocare la loro adesione in qualsiasi momento qualora si rendano disponibili nuove informazioni sull'investimento o sia rilevato un errore materiale circa le informazioni presenti sul sito web della piattaforma. Sono esclusi dal diritto di revoca (da distinguersi dal diritto di recesso) unicamente gli investitori professionali.

Il diritto può essere esercitato entro sette giorni da quando le nuove informazioni siano state portate a conoscenza degli investitori.

L'art. 13.5 del regolamento, invece, impone al gestore della piattaforma di assicurare agli investitori non professionali un diritto di recesso dall'ordine di adesione. Questa forma di recesso è particolarmente forte poiché non è richiesto che dietro la decisione di recedere vi sia una motivazione. Inoltre l'investitore non professionale deve poter recedere senza costo e deve esercitare tale diritto entro sette giorni dalla data dell'ordine mediante comunicazione rivolta al gestore.

Il terzo strumento di tutela è disciplinato dall'art. 24.1 a) e vale sia per il finanziamento effettuato tramite piattaforme online che per quello amministrato da banche o società di investimento: la norma impone che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda il diritto di recesso dalla società o il diritto di co-vendita delle partecipazioni (tag along) per gli investitori non professionali che abbiano acquisito o sottoscritto strumenti finanziari dell'emittente tramite sito web. Lo stesso diritto non è previsto, invece, per le fondazioni bancarie e gli incubatori certificati.

Il presupposto per l'esercizio di recesso, in questo caso, è che i soci di controllo, successivamente all'offerta di capitale via crowdfunding, trasferiscano il controllo a terzi (Lerro, 2013).

Nonostante il regolamento sia stato pubblicato nel giugno 2013, a febbraio 2014 è soltanto una la piattaforma di crowdfunding attiva sul territorio italiano: Stars Up (prima piattaforma di equity crowdfunding in Italia a ottenere l'iscrizione nel registro di gestori di portali per la raccolta di capitali per start-up¹³ innovative (Delibera n. 18681 del 10 ottobre 2013¹⁴). Ma dal febbraio 2014 a oggi sono state attivate altre 13 piattaforme, e in particolare, in ordine cronologico: Assiteca Crowd, Smarthub, The Ing Project, Next Equity Crowdfunding Marche, Crowdfundme, Muum Lab, Siamo Soci, Fundera, Ecomill, Wearestarting, Equinvest, Baldi & Partners e Startzai; quest'ultima ha ottenuto l'autorizzazione il 25 febbraio 2015.

1.4.2 Il Decreto Crescita 3.0

Il 25 gennaio 2015 è entrato in vigore il Decreto Legge n. 3 del 24.1.2015 (c.d. "Fiscal Compact"), che ha introdotto nell'ordinamento giuridico un nuovo tipo di società: la Piccola Media Impresa Innovativa ("PMI Innovativa") ed alcune importanti novità sull'equity crowdfunding.

L'integrazione con le norme pre-esistenti nel Decreto Crescita 2.0 induce a rinominare il corpo normativo "Decreto Crescita 3.0".

Ci si aspettava di più dal provvedimento, che per essere definitivamente efficace dovrà essere convertito in legge; le novità riguardano:

A) PMI INNOVATIVE

1) Piccole-Medie Imprese: il decreto si applica alle PMI, cioè alle società indicate dalla raccomandazione 2003/361/CE, vale a dire imprese:

- Che occupano meno di 250 persone;
- Il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro;
- Oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro.

¹³ Registro dei Gestori di portali ai sensi dell'art. 50-quinquies del D. Lgs. 58/98 – sezione - aggiornato al 05/03/2015. In <http://www.consob.it/>

¹⁴ CONSOB (2013). Delibera n. 18681 del 10 ottobre 2013. Consultabile all'indirizzo: www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18681.htm

All'interno di detta categoria ci sono micro-imprese, piccole e medie imprese, tutte incluse nel concetto di PMI. Il Decreto precisa che dette società non devono già essere quotate su un mercato regolamentato, né essere iscritte come start-up innovative.

2) Innovative: sono le PMI dotate di almeno due requisiti sui seguenti tre:

- a) Spesa in ricerca e sviluppo in misura uguale o superiore al 3 per cento del maggiore fra costo e valore totale della produzione, risultante dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa;
- b) Impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo:
 - Di dottori, dottorandi di ricerca o laureati che abbiano svolto almeno tre anni di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, per almeno il 20% della forza lavoro complessiva;
 - Di laureati magistrali per almeno il 33% della forza lavoro complessiva;
- c) Titolarità o licenza di almeno:
 - Una privativa industriale, relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale;
 - Ovvero titolarità (e non licenza) dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario.

La PMI Innovativa è tenuta ad avere la certificazione dell'ultimo bilancio (ed eventualmente del consolidato), anche ove i due requisiti scelti non riguardino la quota di investimento allocata in ricerca e sviluppo. Si tratta di un onere economico non indifferente, evidentemente posto in relazione allo sfruttamento degli incentivi e alla esigenza di salvaguardare la fiducia di potenziali investitori.

3) Registro delle Imprese: è prevista una procedura analoga a quella delle start-up innovative per la registrazione delle PMI Innovative in un'apposita sezione speciale del Registro delle Imprese e per il mantenimento della registrazione.

4) Nazionalità: l'intervento normativo in materia di nazionalità riguarda non solo le PMI, ma anche le start-up innovative. Mentre nel testo previgente le start-up dovevano essere “società di diritto italiano ovvero una Società Europea,

residente in Italia”, adesso per PMI e start-up non c’è più una limitazione sulla nazionalità, sostituita dal requisito della residenza; la società di capitali può anche essere straniera purché sia residente in Italia o in uno degli Stati Membri dell'Unione Europea o, addirittura, in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo (EESA), e purché' abbia una sede produttiva o una filiale in Italia.

La norma ha evidentemente finalità di attrazione di aziende estere, in linea con le altre misure del Governo come ad es. lo Start-Up Visa, e con la normativa sull’equity crowdfunding, molto più favorevole rispetto ad altri Paesi comunitari.

5) Benefici concessi: alle PMI Innovative si applicano i seguenti benefici, già disegnati per le start-up innovative:

a) deroghe di diritto societario previste dall’art. 26 del Decreto Crescita 2.0:

- Prolungamento del termine per la riduzione delle perdite a meno di un terzo del capitale sociale;
- Definizione di diverse categorie di quote con diversi diritti;
- Emissione di quote di risparmio;
- Disapplicazione delle norme sulle società di comodo;
- Possibilità di operazioni su quote o azioni proprie in funzione di piani di *stock options*;
- Esonero dell’imposta di bollo, del diritto di segreteria del registro delle imprese e dei diritti annuali delle Camere di Commercio;

b) accesso al *work for equity* come previsto dall’art. 27 del Decreto Crescita 2.0;

c) accesso gratuito al Fondo di Garanzia.

6) Benefici esclusi: invece, alle PMI non si applicano i seguenti benefici già concessi alle omologhe start-up:

- Non si applicano le misure di semplificazione per le assunzioni di personale;
- Non si applicano le disposizioni in materia di lavoro (contratti, flessibilità, termini, retribuzioni alternative, ecc.) previste dall’art. 28 del Decreto Crescita 2.0;
- Non si applicano i benefici in materia di crisi dell’impresa e fallimento.

7) Incentivi fiscali: i rilevanti incentivi fiscali previsti per chi investa in start-up dall'art. 29 del Decreto Crescita 2.0 sono estesi alle PMI Innovative costituite da non oltre 7 anni, nel rispetto delle condizioni e dei limiti previsti dall'articolo 21 del Regolamento UE n. 651/2014 del 17 giugno 2014 sugli aiuti di Stato.

Vale la pena ricordare la misura dei benefici fiscali:

- Le persone fisiche hanno diritto ad una detrazione del 19 per cento della somma investita, con un limite massimo di 500.000 euro per periodo d'imposta e a condizione che la partecipazione non sia disinvestita per due anni;
- Le società hanno diritto ad una deduzione dall'imponibile del 20 per cento della somma investita, con un limite massimo di 1.800.000 euro per periodo d'imposta e a condizione che la partecipazione non sia disinvestita per due anni;

Pur non essendo esplicito, si deve altresì ritenere che per le PMI a vocazione sociale così come definite all'articolo 25, comma 4 e per quelle che sviluppano e commercializzano esclusivamente prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico la detrazione per le persone fisiche è pari al 25 per cento della somma investita e la deduzione per le società è pari al 27 per cento della somma investita (in proposito si auspica un chiarimento nella legge di conversione).

Tuttavia, la tecnica normativa non chiarisce il senso del richiamo agli esercizi 2013, 2014 e 2015 nell'articolo 29 del Decreto Crescita 2.0, e quindi se l'incentivo valga solo per il 2015, o se valga per tre anni dall'approvazione della norma. La situazione è complicata dall'obbligo di certificazione del bilancio per l'esercizio precedente a quello in cui si consegue la qualifica di start-up innovativa. Su questo punto è indispensabile un chiarimento in sede di conversione del Decreto Legge.

B) EQUITY CROWDFUNDING

Il Decreto Legge ha modificato anche il Testo Unico della Finanza (Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, di seguito TUF), utilizzando una discutibile tecnica normativa: mentre la definizione delle start-up innovative era nel Decreto Crescita 2.0, la definizione delle PMI Innovative è stata inserita direttamente nel TUF.

Proprio nel TUF modificato troviamo ora una mini-riforma dell'equity crowdfunding, che non risponde sufficientemente alle invocazioni univocamente espresse dal mercato da oltre un anno.

L'equity crowdfunding, infatti, già consentito per le sole start-up innovative, non è stato ancora esteso a tutte le PMI; riepilogando, da oggi, esso è utilizzabile per raccogliere capitale di rischio per:

- Start-up innovative;
- PMI Innovative;
- Organismi di investimento collettivo del risparmio (c.d. OICR) che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative;
- Società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative.

La prima novità, quindi, è quella delle PMI Innovative descritte sopra.

La seconda novità colpisce invece il mondo della finanza, o meglio quella parte della finanza che investe in innovazione. Non solo si potrà collocare on-line il capitale di una società innovativa, ma anche quello di un veicolo di investimento specializzato, una struttura di venture capital che abbia come attività prevalente quella di investire in diverse start-up e PMI innovative.

Gli OICR sono i fondi comuni di investimento o le SICAV; il loro patrimonio deve essere gestito da una Società di Gestione del Risparmio (SGR) e sono sottoposti alla vigilanza della CONSOB e della Banca d'Italia. Ove la campagna di equity crowdfunding fosse gestita da un OICR si otterrebbero due importanti risultati:

1. La ripartizione del rischio su più progetti in una logica di portafoglio;

2. La liquidità dell'investimento, poiché le quote di OICR sono correntemente scambiate, al contrario delle quote di start-up o PMI.

Le società di capitali, invece, sono tendenzialmente veicoli di investimento più chiusi di un OICR, a servizio di un gruppo ristretto di investitori. La professionalità che le contraddistingue intimamente farà sì che operino in una logica di portafoglio, ma la liquidabilità dell'investimento non è comparabile a quella di un OICR (Lerro, 2015).

1.4.3 La legislazione negli U.S.A.: il Jobs Act e il Sec

Negli Stati Uniti l'attenzione verso il crowdfunding e in particolare per l'equity model è giustificata dalla ricerca di nuovi strumenti per alimentare la crescita economica e creare nuovi posti di lavoro, indicatori messi a dura prova dalla crisi finanziaria iniziata nel 2007.

Nel tentativo di facilitare alle imprese americane di nuova costituzione l'accesso ai capitali, il 31 gennaio 2011 il Presidente Obama ha presentato la "Startup America Initiative".

Ne è derivata una proposta di legge approvata dalla camera dei rappresentanti (8 marzo 2012) e, in una versione modificata, dal Senato (22 marzo 2012) e infine firmata dal presidente il 5 aprile dello stesso anno con il nome di JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups).

La sezione 302 del JOBS Act affianca un'esenzione per le transazioni effettuate su piattaforme di crowdfunding al Securities Act (Truth in Securities Act, 1993), la norma che, insieme all'Exchange Act del 1934 regola le transazioni sui mercati finanziari.

Secondo la norma, l'importo complessivo dei capitali versati da tutti gli investitori non può superare il milione di dollari nel corso di 12 mesi. Per gli emittenti di progetti di crowdfunding è imposta la registrazione e l'obbligo di fornire ai possibili investitori una serie di informazioni quali informazioni per l'identificazione dell'emittente stessa, i nomi degli amministratori e di chiunque possieda più del 20% del suo capitale. Altre informazioni riguardano gli aspetti

economici e finanziari come il business plan, la situazione finanziaria dell'emittente, informazioni su come verranno investiti i capitali raccolti tramite la campagna di crowdfunding, l'importo target dell'offerta, la durata e, infine, informazioni sul prezzo dei titoli offerti.

Riguardo la divulgazione di informazioni inerenti la situazione finanziaria del prestatore, la legge prescrive che gli emittenti che richiedono una maggiore quantità di fondi debbano fornire maggiori informazioni rispetto a coloro che avanzano richieste inferiori.

Nel Jobs Act viene introdotta una nuova tipologia di impresa, la “società dalla crescita emergente” (Emerging Growth Company, EGC) definita come un'emittente che nel corso dell'ultimo anno fiscale abbia mostrato un fatturato annuo lordo inferiore a 1.000.000.000 di dollari. Lo status viene mantenuto salvo che non vengano emessi nei primi cinque anni dalla quotazione più di 1.000.000.000 di dollari di debito non convertibile per un periodo di almeno 3 anni. È chiaro che questa definizione comprende la maggior parte delle startup.

Tale status conferisce tre benefici a queste imprese:

- Sono esenti dai requisiti di informativa sulla remunerazione dei dirigenti;
- Sono esenti da una serie di obblighi contabili;
- Possono usufruire di condizioni più flessibili per quanto riguarda la comunicazione con investitori. Le EGC possono infatti comunicare apertamente con i potenziali investitori purché questi siano acquirenti istituzionali qualificati e accreditati.

L'operazione di finanziamento in crowdfunding deve essere condotta attraverso un broker registrato o un portale apposito. L'intermediario deve effettuare una registrazione conforme alle normative vigenti e gli è imposto di condurre alcune procedure di due diligence e di verifica dell'identità e della storia delle emittenti per ridurre il rischio di frodi.

Inoltre gli intermediari devono:

- Educare gli investitori a interpretare correttamente le informazioni fornite in ottemperanza alla normativa;

- Garantire che l'investitore sia consapevole dei rischi connessi all'investimento e che sia in grado di sostenerli.

L'attività di intermediazione è affidata a quelli che la norma definisce “portali di finanziamento”, figura introdotta dal JOBS Act e definita come un soggetto che agisce da intermediario in una transazione che coinvolge l'offerta o la vendita di titoli per conto di altri, posto che:

- Non offra consulenze di investimento o raccomandazioni;
- Non solleciti acquisti, vendite, né decida di acquistare i titoli offerti o presentati sul proprio sito web o portale;
- Non compensi dipendenti, agenti o altre persone ai fini della sollecitazione o in base alla vendita di titoli visualizzati o cui si fa riferimento sul suo sito web o portale.
- Non detenga, gestisca o posseda i fondi degli investitori né i loro titoli;
- Non si impegni in attività ritenute inopportune dalla commissione.

Al fine di tutelare gli investitori, la normativa impone un limite massimo all'entità del capitale che è possibile investire in un singolo progetto.

Se l'utile netto annuo dell'investitore è inferiore a 100.000 dollari, questi può investire al massimo il 5% del proprio reddito annuale e comunque non più di 2.000 dollari; se l'utile netto è pari o superiore di 100.000 dollari, il tetto sale al 10% del reddito annuo o del proprio patrimonio, nel caso sia inferiore, non potendo superare, comunque, il limite di 100.000 dollari.

A seguito dell'approvazione del JOBS Act, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ha avuto il compito di fissare gli aspetti regolamentari così da permettere la creazione di piattaforme di intermediazione e, di conseguenza, l'effettiva introduzione dell'equity crowdfunding nell'ordinamento statunitense.

Il confronto interno alla SEC ha portato alla pubblicazione di una bozza del regolamento sul crowdfunding aperta a commenti pubblici. È ipotizzabile, quindi, che manchino ancora pochi mesi prima che questa fonte di finanziamento sia realmente disponibile negli Stati Uniti (Martin, 2012).

1.4.4 Il panorama legislativo in Europa

Il quadro legislativo relativo alla regolamentazione dell'equity crowdfunding non ha ancora trovato una soluzione al duplice obiettivo di armonizzare la legislazione tra i paesi membri e di creare un mercato unico, che riesca a soddisfare tutte le parti.

La Commissione Europea sta attualmente studiando il fenomeno dell'equity crowdfunding con grande interesse, visto il costante impegno sul fronte dello sviluppo del mercato interno. Già nel 2008 la Commissione aveva emanato una Comunicazione intitolata *“Una corsia preferenziale per la piccola impresa”*¹⁵ nella quale auspicava la definizione di un quadro normativo per la piccola impresa, denominato *“Small Business Act”* basato su dieci principi guida. In particolare, il sesto principio evidenziava le difficoltà delle PMI nel reperimento del capitale e nell'ottenimento di finanziamenti tramite i normali canali bancari e sosteneva l'opportunità di valutare possibili regimi di collocamento privato per facilitare gli investimenti transfrontalieri e rafforzare i mercati europei del capitale di rischio.

Più recentemente, con la comunicazione denominata *“Piano d'azione imprenditorialità 2020”*¹⁶, la Commissione Europea segnalava l'importanza di sostenere le PMI, evidenziando tra l'altro, che esse creano ogni anno in Europa oltre quattro milioni di nuovi posti di lavoro. La Commissione si concentrava sulla crucialità delle fasi iniziali del loro ciclo di vita, evidenziando che circa il 50% delle PMI fallisce nel corso dei primi cinque anni, imputando una delle principali cause di insuccesso all'assenza di un ecosistema finanziario appropriato, favorevole alla crescita. Conseguentemente la Commissione evidenziava le proprie iniziative nel Programma per la competitività delle imprese e delle PMI (COSME) e Orizzonte 2020 per offrire sostegno finanziario alla start-up, rafforzamento del venture capital, dell'angel investment e degli incubatori.

¹⁵ Comunicazione n. 394/2008 del 25.6.2008

¹⁶ Comunicazione n. 795/2012 del 9.1.2013

Infine, con la Comunicazione intitolata “*Stato dell’Unione dell’innovazione 2012 – Accelerare il cambiamento*”¹⁷, la Commissione Europea rilevava che in Europa non mancano le idee innovative che attendono di essere convertite in modelli imprenditoriali di successo, ma che l’ostacolo principale è l’accesso ai finanziamenti, ulteriormente aggravato dalla crisi in atto: la raccolta di capitale di rischio è diminuita del 45% e l’attività di investimento dei Business Angel è attualmente circa un quinto di quella degli Stati Uniti. A tale proposito, la Commissione Europea faceva proprie alcune raccomandazioni elaborate dal Gruppo di esperti sugli abbinamenti transfrontalieri tra imprese innovative e investitori idonei; tra di esse vi è espressamente l’indicazione di “*promuovere il finanziamento collettivo (crowdfunding)*”. Nell’attesa di eventuali discipline uniformi per il mercato interno occorre verificare se vi siano profili del crowdfunding già regolamentati a livello comunitario.

In linea di principio, non ci sono normative che vietano il modello reward-based o donation-based, tanto che l’ente di controllo inglese, la Financial Conduct Authority (FCA), distingue tra “regulated” e “non regulated” crowdfunding, inserendo nella seconda categoria i modelli donation-based e reward-based. Ovviamente, per il modello reward-based con un contenuto commerciale (quello che si esprime in termini di pre-ordine) saranno applicabili le normative sul commercio elettronico e sulla protezione dei consumatori.

Il lending-based crowdfunding rientra nella normativa bancaria, se pur con i dovuti aggiustamenti e mentre alcuni Paesi lo riconoscono e disciplinano, altri, come il Belgio e la Germania, lo ritengono compatibile con le norme interne sul credito.

Invece per l’equity crowdfunding la situazione è più complessa. A livello comunitario si applica la Direttiva sul Prospetto Informativo¹⁸ per le offerte pubbliche di sottoscrizione di capitale di rischio superiori ai cinque milioni di euro. Le offerte inferiori a 100 mila euro ne sono esenti, mentre tra i due limiti

¹⁷ Comunicazione n. 149/2013 del 21.3.2013

¹⁸ Direttiva 2003/71/EC modificata dalla Direttiva 2010/73/EC

allo stato non vi è armonizzazione comunitaria ed ogni Stato membro mantiene le proprie regole ed il diritto di modificarle.

In linea di principio, gli Stati membri applicano la normativa interna sulla finanza. Ciò significa che sono applicabili l'art. 3 della Direttiva MIFID e gli articoli 1.2 e 1.3 della Direttiva sul prospetto informativo, come peraltro rappresentato dall' European Security and Market Authority (ESMA) nel corso di un workshop sul crowdfunding organizzato a Bruxelles dalla Commissione Europea il 3 giugno 2013.

In mancanza di norme nazionali e nell'incertezza e nell'impossibilità di una verifica preventiva, sul territorio comunitario diventa alquanto rischiosa la costituzione di una piattaforma di crowdfunding che non sia costruita per essere adempiente alla Direttiva MIFID. Per questo motivo, da parte dell'industria si richiede una specifica esenzione dell'equity crowdfunding dagli adempimenti previsti dalla Direttiva sul prospetto informativo e dalla Direttiva MIFID, o eventualmente un adattamento di alcuni aspetti delle Direttive all'attività in discussione.

Su tale punto, l'Italia ha preso una posizione lineare, con il coinvolgimento diretto delle istituzioni bancarie o finanziarie registrate e quindi prevedendo la piena applicabilità al crowdfunding di alcune norme del Testo unico della Finanza (TUF) sulla raccolta di capitale, salvo alcuni adattamenti ed alcune esenzioni.

Una soluzione analoga è stata scelta dal Regno Unito, che ora prevede un meccanismo complesso e costoso di registrazione della piattaforma che, al 3 giugno 2013, ha visto solo una registrazione concessa e due in istruttoria; questo a fronte di un mercato che secondo la FCA ha mosso solo nel 2012 circa 360 milioni di sterline in equity crowdfunding e circa 300 milioni di sterline in lending. Infatti il mercato britannico si sta espandendo soprattutto per quanto riguarda le piattaforme lending-based, però anche le piattaforme equity-based hanno registrato una crescita significativa.

In Francia, la prima tappa verso la regolamentazione del crowdfunding si è avuta nel maggio 2013, con la pubblicazione di guidelines da parte di AMF e ACP, in

cui sono contenute alcune informazioni e le prime proposte circa le diverse tipologie di crowdfunding (equity, lending, reward). Nel settembre 2013, poi, il Ministro delle Finanze ha presentato un progetto di legge, a cui si seguita una pubblica consultazione di durata originariamente intesa di sei settimane, che tra l'altro prevede:

- L'istituzione della figura di un advisor per gli investimenti (conseiller en investissements participatifs) per le piattaforme di crowdfunding;
- L'introduzione di presidi a tutela degli investitori garantendo che i fondi apportati siano effettivamente destinati nel progetto che intendono supportare;
- L'introduzione di misure volte a prevenire il riciclaggio di denaro e rischi di finanziamenti ad attività illecite;
- Requisiti minimi di capitale per le piattaforme e limiti di importo massimo per il lending crowdfunding, in termini sia di importo finanziabile, sia di apporto da parte del singolo investitore.

Il 14 febbraio 2014 il Vice Ministro dell'Economia, Fleur Pellerin, ha presentato la bozza della regolamentazione sul crowdfunding, la cui pubblicazione è avvenuta a luglio 2014 e l'entrata in vigore il primo ottobre dello stesso anno. I capisaldi di tale bozza prevedono, per quanto riguarda le piattaforme donation e reward, nessun limite sui fondi raccolti ma l'applicazione delle regole sui servizi di pagamento.

Un aspetto certamente regolamentato dall'Unione Europea è quello della transazione finanziaria, ed ha un rilevante peso sotto il profilo della protezione del consumatore: i fondi vengono raccolti mediante una transazione finanziaria, conservati fino a chiusura dell'offerta al pubblico per poi essere consegnati al proponente, ed inoltre, vi è la possibilità che il pubblico si faccia rimborsare, entro un certo termine, i fondi versati; in virtù della Direttiva 2006/48/EC, modificata dalla Direttiva 2009/110/EC, tale attività richiede una licenza bancaria. Dal momento che le piattaforme per il crowdfunding sono, in genere, delle società tecnologiche ed esse stesse delle start-up, è piuttosto improbabile che abbiano i requisiti per richiedere una licenza bancaria. La soluzione a portata

di mano è quella scelta dall'Italia: coinvolgere in detta attività una struttura bancaria già esistente, eventualmente con accordi di partnership.

Infine, sul piano della comunicazione, l'ESMA ha pubblicato una *“Avvertenza per gli investitori”* nella quale invita il pubblico a:

- Essere consapevole dei rischi insiti negli investimenti online;
- Verificare se la società proponente possiede le necessarie autorizzazioni (ovviamente a seconda del diritto applicabile);
- Diffidare delle promesse di rendimenti elevati;
- Presentare attenzione a software che generano ordini automatizzati.

Tuttavia, il documento si rivolge, più che al crowdfunding, all'attività di investimento online tramite piattaforme elettroniche, a prescindere dall'oggetto dell'investimento. Infatti, negli ultimi periodi sono apparsi numerosi operatori che si propongono come piattaforme di trading, aventi ad oggetto prodotti finanziari liberamente reperibili sul mercato. Tali operatori offrono spesso formazione con “portafogli virtuali” o promozioni economiche per attirare il pubblico (Lerro, 2013).

Capitolo II

L'EQUITY CROWDFUNDING

Nel primo capitolo è stato analizzato in modo approfondito il fenomeno del crowdfunding e questa analisi può essere considerata valida per tutte le diverse tipologie: reward based, donation based, lending based e equity based. Nel presente capitolo saranno invece approfonditi gli aspetti legati all'equity crowdfunding.

2.1 Introduzione al fenomeno

L'equity crowdfunding viene definito dalla CONSOB come segue: *“si parla di equity based crowdfunding quando tramite l'investimento online si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società e la ricompensa per il finanziamento è rappresentata dal complesso dei diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa”*. Si tratta quindi di investimenti in capitale di rischio delle imprese che costituisce a tutti gli effetti un'alternativa ai tradizionali canali di finanziamento del mercato (Business Angel, Venture Capital, Private Equity, ecc.). All'estero l'equity crowdfunding non è soggetto a regolamentazione ed è fatto pertanto rientrare nell'ambito di applicazione di discipline già esistenti (appello al pubblico risparmio, servizi di pagamento, ecc.) (Raphael, 2015).

Tipicamente le imprese che ricorrono al finanziamento attraverso l'equity crowdfunding sono quelle che si trovano ad affrontare le prime fasi del ciclo di vita (start-up) e che proprio negli ultimi anni, a partire dalla crisi del 2008, hanno avuto difficoltà nel reperire risorse finanziarie attraverso le più tradizionali forme di raccolta fondi.

L'equity tuttavia, a differenza delle altre tipologie di crowdfunding, è un fenomeno di dimensioni ancora ristrette in termini di mercato e cresce con ritmi meno sostenuti rispetto al reward based e al donation based. Uno dei principali fattori che ne frenano tutt'oggi la crescita, e in alcuni paesi anche la nascita, è

sicuramente l'aspetto normativo che interviene necessariamente nei meccanismi di funzionamento del fenomeno.

Il processo di acquisto di titoli partecipativi è infatti un processo regolato nella maggior parte delle giurisdizioni con l'obiettivo duplice di mitigare il rischio per gli investitori e prevenire le frodi. L'equity crowdfunding, almeno in linea teorica, ha l'obiettivo di sfruttare tutte le potenzialità della cosiddetta "long tail" o coda lunga, facendo entrare in gioco tutti coloro che altrimenti non verrebbero coinvolti, essendo troppo stringenti i requisiti caratterizzanti i mercati tradizionali (es. il mercato borsistico).

Esso dunque si configura come un modello di finanziamento basato sulla partecipazione il più ampia possibile e il cui motore centrale è lo spirito di partecipazione sociale che accomuna gli investitori e più in generale tutti i partecipanti alla community. In tal senso l'equity crowdfunding è uno strumento in grado di abilitare gli investitori a una partecipazione attiva nello sviluppo di un progetto, proprio perché i soggetti finanziatori non si limitano solo ed esclusivamente al contributo economico, ma prendono parte in prima persona alla valutazione del progetto, alla creazione di legami sociali con il team di imprenditori, con gli altri finanziatori e tutti i soggetti che nutrono interesse nella realizzazione dell'idea imprenditoriale.

Nonostante l'approvazione del Decreto Crescita 3.0, che ha introdotto nell'ordinamento giuridico un nuovo tipo di società (la Piccola Media Impresa Innovativa) ed alcune importanti novità sull'equity crowdfunding, in Italia tale strumento può avere ad oggetto solo le start-up innovative e determinate categorie di PMI (si veda paragrafo 1.4.2).

2.2 Gli attori principali

Il fenomeno dell'equity crowdfunding è caratterizzato dalla presenza di 5 attori principali: il proponente (che possono essere uno o più imprenditori, detti creators), la piattaforma di equity crowdfunding (o gestore), gli investitori (crowdfunders), il progetto (o idea imprenditoriale) e la regolamentazione.

L'equity è la tipologia di crowdfunding più diffusa tra le tematiche di tutela degli investitori per cui è opportuno considerare anche la regolamentazione (si vedano paragrafi 1.4.1 e 1.4.2), visto l'impatto significativo che ha sul fenomeno e in particolar modo sui meccanismi di funzionamento.

2.2.1 Il proponente

Il proponente (o creator) è colui che lancia il progetto affinché questo venga pubblicato sulla piattaforma online con l'obiettivo di raccogliere le risorse necessarie per la realizzazione della business idea. Le motivazioni che spingono il proponente ad avviare una campagna di raccolta fondi possono essere diverse e di solito hanno caratteristiche di forte soggettività.

Da un'indagine emerge che i creators sono incentivati a partecipare al crowdfunding principalmente per raccogliere denaro e allo stesso tempo anche le dinamiche sociali hanno un impatto rilevante. Tra queste l'intenzione di aumentare la consapevolezza del proprio lavoro facendolo conoscere ad altre persone e ricevere dei feedback per soddisfare il proprio desiderio di approvazione; a questo si aggiunge la possibilità di mettersi in contatto con le persone attraverso un'iterazione di lungo periodo che può estendersi anche al di là della singola transazione finanziaria. Un'ulteriore motivazione è legata all'esperienza e all'apprendimento infatti, alcuni creators dopo aver concluso la campagna, con o senza successo, sono motivati a continuare a svolgere un ruolo attivo nel crowdfunding per migliorare le proprie competenze nel marketing, nella gestione e nella pianificazione finanziaria con l'obiettivo di raccogliere fondi in seguito in maniera efficace (Gerber et al, 2012).

2.2.2 La piattaforma

Le piattaforme di equity crowdfunding sono portali online che facilitano l'incontro tra la domanda di finanziamenti proveniente da chi promuove dei

progetti, e l'offerta di denaro da parte degli utenti. Tramite la piattaforma, i proponenti hanno la possibilità di pubblicare il proprio progetto imprenditoriale e gli investitori possono investire in tali progetti e dar luogo all'acquisto degli strumenti finanziari. Il guadagno per i gestori delle piattaforme è rappresentato da una commissione che può variare da un portale a un altro. Di solito viene applicata una commissione denominata *success fee* qualora l'esito della raccolta si riveli positivo. Ci sono poi alcune piattaforme che applicano delle commissioni di gestione a prescindere dall'esito del progetto e altre che offrono pacchetti di servizi aggiuntivi per migliorarne la visibilità. Analizzando le piattaforme presenti a livello globale emerge come i gestori scelgono di operare con business model che si differenziano tra loro. Anche la normativa vigente nel paese di appartenenza della piattaforma può avere un impatto rilevante sulle modalità di operare, come abbiamo visto in precedenza per l'Italia, dove le piattaforme sono sottoposte al regolamento CONSOB e devono rispettare determinate norme per poter svolgere la loro funzione di intermediario.

Nella conferenza sul crowdfunding tenutasi a Roma nell'ottobre del 2012 è stata sottolineata l'importanza del ruolo delle piattaforme nel fenomeno del crowdfunding e a tal proposito Castrataro et al. (2012) nel loro report "The future of crowdfunding" scrivono:

"Il punto forte delle piattaforme di crowdfunding non sta solo nell'offrire una soluzione "chiavi in mano", ma anche nel fatto che, attraverso le loro attività di routine, sviluppano conoscenze e esperienza che si rivelano spesso fondamentali. Inoltre, contribuiscono a ridurre i costi di transazione e le complessità legislative e garantiscono infine una certa quantità di utenti che passano regolarmente a controllare i nuovi progetti, tutti potenziali investitori che sono fuori dalla rete di contatti abituale – spesso un aspetto cruciale di una campagna di successo".

Sostanzialmente, il ruolo delle piattaforme è quello di offrire agli imprenditori la possibilità di analizzare e testare il mercato, maturare abilità ed esperienza e crearsi un brand riconoscibile (Ingram et al, 2013). In questo modo, le

piattaforme facilitano la creazione della community e abilitano gli imprenditori allo sviluppo congiunto del progetto con tutti i membri che ne fanno parte.

L'obiettivo delle piattaforme è quello di massimizzare il numero e la dimensione dei progetti di successo, essendo la remunerazione principalmente legata ad una commissione calcolata sull'ammontare raccolto nelle singole campagne. Di conseguenza l'incentivo per le piattaforme è quello di coinvolgere il maggior numero di creators e investitori, attrarre progetti di qualità, ridurre il rischio di frodi e facilitare la corrispondenza tra idee imprenditoriali e capitali disponibili; ad esempio aumentando da un lato il grado di diffusione delle informazioni e dall'altro permettendo una ricerca efficace delle possibilità di investimento da parte dei potenziali investitori (Agrawal et al, 2013).

2.2.3 Gli investitori

Gli investitori (o crowdfunders) sono i finanziatori del progetto, ossia coloro che apportano le risorse finanziarie per la realizzazione di quest'ultimo. Gli ultimi anni hanno evidenziato che grazie ad internet, la gente comune ha acquisito un potere enorme come aggregato, in grado di creare nuovi mercati e indirizzare le tendenze sociali e commerciali. Tale capacità è rafforzata dalla possibilità di comunicazione e interscambio fornita dalla rete e soprattutto dai social network. L'accesso ad Internet è cresciuto costantemente negli ultimi dieci anni ed è stato recentemente stimato in circa un terzo della popolazione (circa 2,3 miliardi di individui). Il protagonista del crowdfunding è questa massa di persone: gli investitori non professionali. Nell'equity crowdfunding l'investimento viene prevalentemente dal basso, dalla popolazione che naviga in Internet che si informa ed assume anche decisioni di investimento. Tuttavia, tra i potenziali investitori prevale un certo scetticismo dovuto alla presenza di asimmetria informativa, la quale può essere accentuata dalla scarsa specializzazione dei potenziali investitori e dalla riluttanza dell'imprenditore a svelare informazioni aziendali al crowd estremamente ampio e indifferenziato (Lerro, 2013).

Dunque, così come la folla è la caratteristica di questo tipo di investimento, l'informazione è il più grande problema: è necessario che chi investe sia ben a conoscenza dei termini dell'investimento ed in condizioni di capirlo. Proprio per questo motivo uno degli elementi distintivi delle offerte pubblicate sui portali online è la presenza di immagini, video e altri elementi che hanno lo scopo di richiamare delle emozioni nel potenziale investitore, e possono dunque influire nella decisione di investire o meno da parte di quest'ultimo. In sostanza l'approccio inevitabilmente emozionale con cui è valutato l'investimento e la rischiosità intrinseca connessa all'attività di una società neo costituita, sono alla base dei principali rischi dell'investimento in una start-up. A questi si aggiunge il rischio di truffa legato alla transazione che viene eseguita direttamente online. Riassumendo, i principali rischi risultano essere:

- Rischio di perdita del capitale;
- Rischio di illiquidità;
- Rischio di truffa.

Il rischio di perdita di capitale è legato alla natura degli strumenti finanziari oggetto delle offerte, ovvero “titoli di capitale di rischio” con i quali si diventa soci della start-up e si partecipa quindi al rischio economico caratterizzante l'attività di impresa. Essendo le start-up società “giovani” e per di più operanti in settori innovativi, il rischio che l'idea imprenditoriale non venga realizzata è molto elevato e ciò si traduce nella concreta possibilità di perdere l'intero capitale investito. Per esempio, il Decreto Crescita 2.0 prevede che almeno per i primi 4 anni successivi all'investimento gli azionisti non possono ricevere dividendi, ammesso che la start-up sia in grado già dai primi anni di vita di produrre utili; gli stessi infatti dovranno essere necessariamente reinvestiti nella società in maniera tale da accrescerne il valore delle partecipazioni nel tempo.

Per quanto riguarda il rischio di illiquidità (o liquidità), nel caso di investimento in start-up è anch'esso più elevato rispetto agli strumenti finanziari tradizionali, come ad esempio quelli scambiati nei mercati borsistici che sono “mercati organizzati” dove è più facile vendere i titoli in tempi rapidi e a un prezzo che rispecchi il loro valore. Essendo strumenti non negoziati in tali mercati può

risultare difficoltoso liquidarli o comprenderne il valore effettivo e, di conseguenza, risulta elevato il rischio di liquidità connesso. Ciò nonostante rimane la possibilità di compravendita tra privati nel rispetto delle norme stabilite per i singoli casi e allo stesso tempo la possibilità da parte dei gestori delle piattaforme di facilitare la nascita di un vero e proprio mercato secondario dove i soci possono effettuare la compravendita dei propri strumenti finanziari.

Infine il rischio di truffa è strettamente connesso all'utilizzo del canale internet per effettuare le transazioni. A tal proposito molti regolatori hanno imposto l'obbligo di gestione dei pagamenti da parte di banche o imprese di investimento per cui le somme investite possono essere versate solo ed esclusivamente su conto intestato all'emittente, acceso presso una banca o una società di intermediazione mobiliare (Kumar et al, 2008).

2.2.4 Il progetto

Il progetto è l'idea imprenditoriale che viene pubblicata sulla piattaforma ed è l'elemento centrale attorno al quale ruota il fenomeno dell'equity crowdfunding. I progetti che raccolgono capitale di rischio attraverso il modello equity based sono progetti di tipo business, che riconoscono un ritorno monetario al finanziatore e sono orientati alla generazione di valore economico. Affinché un progetto possa essere pubblicato su una piattaforma, deve possedere determinate caratteristiche in modo da attrarre il maggior numero possibile di investitori. Tali caratteristiche sono:

- La descrizione dell'idea e dei proponenti;
- La chiarezza espositiva con cui le informazioni devono essere fornite al pubblico.

Queste caratteristiche assumono una rilevanza maggiore per i progetti di tipo equity, i quali sono caratterizzati da investimenti in capitale di rischio e quindi i potenziali investitori devono essere ben informati affinché possano prendere decisioni di investimento consapevoli

I proponenti pubblicano sulla piattaforma tutti i documenti riguardanti l'offerta, ossia il business plan con descrizione dell'impresa e del modello di business, il piano di marketing comprensivo delle prospettive di mercato per il prodotto/servizio offerto, la struttura organizzativa, la descrizione del management, le proiezioni economico-finanziarie e tutte le altre informazioni relative all'offerta.

2.2.5 La regolamentazione

Vista la situazione a livello internazionale, anche la regolamentazione deve essere considerata un attore importante per lo sviluppo del fenomeno. Ogni paese sta definendo in modo autonomo le regole entro cui si può sviluppare l'equity crowdfunding, per questo, nell'analisi delle dinamiche di funzionamento di questa nuova forma di finanziamento, non si può prescindere dallo studio delle implicazioni apportate dal regolamento vigente in ogni singola nazione (si veda paragrafo 1.4).

2.3 Come migliorare il regolamento dell'equity crowdfunding in Italia

Il regolamento CONSOB sull'equity crowdfunding può essere migliorato "allargando" la base, facilitando gli investitori e facilitando chi ricerca fondi, e facendo anche riferimento ai casi di successo in Europa, soprattutto in UK.

Il dibattito sull'adequatezza del regolamento italiano sull'equity crowdfunding è iniziato dal giorno della sua pubblicazione nel luglio 2013 e si è accentuato nei mesi successivi alla luce della prova dei fatti.

2.3.1 Situazione attuale

Il bilancio è sostanzialmente negativo. È vero che sono state autorizzate 12 piattaforme, ma di esse, in poco più di un anno, solo 4 sono operative e le “startup innovative” finanziate con successo sono state solamente 4.

I fondi raccolti sono stati in totale 1,3 milioni di euro, grazie a 134 investitori, in media 34 per round, che hanno investito ciascuno mediamente 9.750 euro.

In UK, la sola Crowdcube in 4 anni, ha contribuito a finanziare 194 imprese per un totale di 61 milioni di sterline, con un numero medio di 104 investitori per round, ciascuno dei quali investe mediamente 3.000 sterline.

In UK, quindi, sono una realtà sia il “crowd” (numero di investitori) che il “funding” (totale raccolto e imprese finanziate), a differenza del nostro paese. Ma la colpa non è da attribuire solo al regolamento. Ci sono sicuramente ragioni culturali e anche le piattaforme stesse, probabilmente, possono fare meglio in termini di comunicazione e di ingaggio dei potenziali investitori. Il regolamento, però, e anche molto dell’impianto legislativo a monte, giocano un ruolo molto penalizzante, sia per chi cerca fondi che per coloro che li vogliono investire.

Di fatto, ci sono degli errori di fondo fatti dal legislatore.

Lo scopo del crowdfunding è di consentire:

1. Al maggior numero possibile di imprese di raccogliere fondi direttamente dal pubblico, riducendo al minimo i costi di intermediazione;
2. Agli investitori, di sfruttare la “velocità” consentita da internet per poter fare valutazioni ed investire in tempi rapidi e senza cavilli burocratici.
3. Naturalmente, il tutto deve essere bilanciato in modo da far sì che l’investitore sia conscio che si tratta di investimenti ad alto rischio e illiquidi.

Il legislatore italiano ha parzialmente disatteso il primo punto in quanto ha limitato l’accesso all’equity crowdfunding alle sole “Start-up Innovative” che, ad oggi, sono poco più di 3000. Recentemente, c’è stata un’estensione alle “PMI innovative”, le quali, a detta del membro della segreteria tecnica del MISE Mattia Corbetta, dovrebbero essere circa 5000. Le PMI italiane sono circa 4 milioni, quindi 8-10.000 sono numeri molto piccoli. In UK, oltre alle startup

tecnologiche, sono stati finanziati vari tipi di imprese: immobiliare, ristorazione, abbigliamento, distribuzione ecc.

Non tutte le PMI dovrebbero poter essere eleggibili, ma allargare l'orizzonte ad altri settori che non siano solo quelli relativi all'high-tech, per di più limitandoli a società di recente costituzione, porterebbe due grandi vantaggi:

- a) Chiunque abbia un progetto imprenditoriale con ampie possibilità di crescita potrebbe provare a trovare finanziamenti dal pubblico, al di fuori dei circuiti bancari;
- b) Gli investitori, magari poco preparati o poco sensibili all'high-tech, potrebbero investire in iniziative più "facili" da capire e, magari con ritorni sugli investimenti meno aleatori che, invece, potrebbero portare in tempi brevi a beneficiare anche di dividendi.

2.3.2 Facilitare gli investimenti

In nome del terzo punto (garantire gli investitori), il legislatore e, soprattutto, Consob hanno disatteso il secondo punto: rendere "facile" la vita agli investitori. L'errore di fondo è che avevano in mente un profilo di investitore completamente utopico e non condizionato dalle esperienze degli altri paesi. Profilo che in quanto considerato sprovveduto, necessita di assoluta tutela.

In realtà, l'esperienza UK dimostra che l'investimento medio è di 3000 sterline ovvero circa 4000 euro, che sono importi rilevanti. Un importo invece che, su una singola iniziativa, potrebbe essere investito da chi ha entrate o patrimonio di rilievo, professionisti, dirigenti, imprenditori. E' questa, la vera base dei potenziali investitori in equity crowdfunding; quelli che potrebbero destinare ad investimenti a rischio una parte non significativa del proprio risparmio e che, d'altro canto, potrebbero invece significativamente contribuire al successo di una campagna di raccolta.

Questo profilo, invece, è ampiamente scoraggiato: per investire più di 500 euro bisogna compilare un modulo (profilo Mifid), stamparlo, firmarlo e portarlo

fisicamente in una banca. Ad ulteriore garanzia, Consob, vuole che il 5% della raccolta sia sottoscritto da investitore istituzionale.

In UK, per garantire il risparmiatore, la FCA, l'omologa di Consob, impone due cose molto semplici:

- Prima di investire, l'utente deve rispondere esattamente, una sola volta, ad un questionario on line: una quindicina di domande volte a renderlo consapevole di quanto sia rischioso e illiquido fare l'investimento;
- I siti delle piattaforme sono tempestati di messaggi che ribadiscono il concetto.

E, inoltre, la FCA consente all'investitore di impegnare i fondi senza passare da un "intermediario finanziario", come previsto da Consob, ma depositandoli in un *escrow account*¹⁹ gestito da piattaforme online certificate a livello europeo come GoCardless o MangoPay. Lo stesso avviene anche in Francia, in Spagna, in Olanda, in Svezia.

La riduzione dei costi di intermediazione è uno dei punti di forza del crowdfunding. In UK si cerca di escludere o almeno limitare i costi della società che vuole finanziarsi spostandoli il più possibile alla fase finale, cioè al momento in cui si è certi che la campagna ha avuto successo. In Italia, invece, la società che si finanzia, prima ancora che la campagna sia pubblicata, deve:

- Aprire un conto presso un intermediario finanziario indicato dalla piattaforma;
- Convocare l'assemblea per deliberare l'aumento di capitale;
- Modificare lo statuto per tener conto di tutta una serie di clausole (peraltro necessarie) che regolamentino l'ingresso, i diritti e la gestione dei nuovi soci.

Tutto ciò ha costi amministrativi, legali e notarili non indifferenti oltre a costare in termini di tempo e di sforzi. Costi e sforzi certi a fronte di risultati assolutamente incerti: la campagna, infatti, potrebbe non raggiungere il target e le spese sarebbero state sostenute per niente.

¹⁹ L'*escrow account* è un contratto tra due soggetti in base al quale le parti contraenti affidano ad un terzo soggetto il mandato per regolare la compravendita di beni mobili e immobili, ma anche di partecipazioni societarie o rami aziendali.

Una soluzione può essere quella di spostare i costi alla fine del processo. Per esempio, si potrebbe togliere dal regolamento l'obbligo di mostrare lo statuto modificato, sostituendolo con una sintesi puramente descrittiva di come verrà modificato e demandandone invece la reale modifica solo a dopo che la campagna ha avuto successo. I fondi peraltro verrebbero sbloccati solo dopo che il nuovo statuto sia stato sottoposto agli investitori. Così, come avviene in UK. Il regolamento è stato un bel passo avanti in Italia, rispetto all'inerzia cui il nostro paese è abituato. Purtroppo le premesse su cui si è basato non sono adeguate allo strumento. Molti lo hanno rimarcato subito e i fatti lo stanno dimostrando. Peraltro, le modifiche da fare non sono così complesse, sono facilmente implementabili e innestabili sul dispositivo attuale e si basano sull'osservazione dei casi di successo di Paesi che sono parte della comunità europea (Allegreni, 2015).

2.4 Le fasi della raccolta fondi per il proponente

Ogni progetto di equity crowdfunding è caratterizzato da una serie di step che vanno dall'invio della proposta di raccolta fondi al rapporto post finanziamento con i crowdfunders. Di seguito si riportano cinque fasi comuni a tutti i progetti, ma ci possono essere alcune differenze riguardanti le idee di business delle start-up e i diversi modelli di gestione adottati dalle singole piattaforme di equity crowdfunding:

1. Contatto imprenditore-piattaforma:

Il primo passo avviene quando l'imprenditore invia la proposta di raccolta fondi ad una piattaforma. La scelta della piattaforma può dipendere da molti fattori: la reputazione nella community di imprenditori, la specializzazione per un certo settore, il paese di appartenenza e la relativa normativa e i costi di intermediazione richiesti. La piattaforma, una volta ricevuta la proposta, può pubblicare direttamente il progetto, oppure analizzare una serie di fattori prima di convalidare la raccolta fondi: la qualità dell'idea di business, l'adeguatezza del progetto alle caratteristiche di finanziamento tramite equity crowdfunding, la

reputazione dell'imprenditore e le probabilità di frode. L'analisi dell'offerta, quindi, può avvenire in istanti temporali differenti a seconda del modo di operare delle diverse piattaforme. Alcune piattaforme come Crowdcube (www.crowdcube.com) eseguono questa analisi prima di pubblicare il progetto (il fondatore di Crowdcube Darren Westlake ha affermato che circa il 75% delle richieste ricevute vengono rigettate); altre invece, come la tedesca Symbid (www.symbid.com) effettuano la due diligence solamente una volta che la raccolta fondi ha raggiunto il target richiesto ma allo stesso tempo prima di effettuare il trasferimento dei capitali raccolti alla start-up.

2. Trasferimento delle informazioni agli investitori:

Una volta pubblicato il progetto la piattaforma deve fornire tutte le informazioni riguardanti l'idea di business in modo da garantire agli investitori gli strumenti necessari alla valutazione dell'opportunità di investimento. Oltre alla presentazione del business model si forniscono informazioni sull'imprenditore e sui componenti del team di lavoro, spiegazioni riguardo all'impiego del capitale raccolto e tutti gli altri dettagli finanziari (la percentuale di capitale offerta, l'esistenza di limiti massimi di raccolta ecc.). Queste informazioni sono spesso veicolate con strumenti multimediali come immagini e video, in modo tale da essere meglio comprese anche dagli investitori meno esperti.

3. Connessione con gli investitori:

Solamente una piccola parte dei potenziali investitori raggiungerà in modo autonomo la pagina della raccolta fondi, quindi gli imprenditori e la piattaforma devono sfruttare i network a disposizione in maniera tale da raggiungere con l'offerta il maggior numero di investitori possibile. Durante l'avanzamento della campagna è fondamentale che l'imprenditore rimanga in contatto con i potenziali investitori attraverso forum messi a disposizione dalla piattaforma, mail, oppure attraverso i social network, al fine di poter fornire tutte le informazioni riguardo lo stato di avanzamento della raccolta e rispondere alle domande dei potenziali investitori.

4. Il modello all-or-nothing:

All'inizio della raccolta fondi l'imprenditore definisce, in accordo con la piattaforma, una "*funding window*" (solitamente la piattaforma propone una finestra standard, oppure definisce un limite massimo di durata per la raccolta). Tutte le piattaforme di crowdfunding che offrono strumenti finanziari adottano il modello all-or-nothing; questo modello prevede che l'imprenditore riceverà i finanziamenti raccolti solo se al termine della "*funding window*" è stata raggiunta la soglia minima di finanziamento prefissata. In caso contrario i fondi raccolti dalla piattaforma non vengono trasferiti all'imprenditore, ma restituiti ai finanziatori (in genere le piattaforme prevedono una success fee sull'importo raccolto che viene prelevata solamente in caso di raggiungimento della soglia minima di finanziamento).

5. *Post finanziamento:*

Il trasferimento dei fondi solitamente coinvolge un istituto finanziario esterno che al termine della/e "*funding window*" trasferisce il capitale alla start-up in caso di successo. Le pratiche di gestione post investimento differiscono da piattaforma a piattaforma. Alcune, come ad esempio Seedrs (seedrs.com), operano attraverso una *nominee structure*: nel libro soci della start-up non compare il singolo investitore, bensì tutte le azioni sono registrate a nome della piattaforma che ha raccolto i finanziamenti. Questa si impegna ad intrattenere i rapporti con la start-up nell'interesse dei crowdfunders, i quali non hanno diritto di voto, ma ottengono solamente i flussi finanziari derivanti dall'investimento. Altre piattaforme come Crowdcube e Symbid, invece, non hanno previsto meccanismi di gestione collettiva, ma lasciano al singolo investitore la gestione del rapporto con la start-up.

Questi sono gli step comuni a tutte le piattaforme operanti sul mercato. Ogni piattaforma, però, può apportare piccole modifiche a queste fasi; per esempio gli step possono essere suddivisi in una serie di attività semplificate, in modo da offrire un servizio più efficiente, sia agli imprenditori, sia agli investitori (Pais et al, 2014).

2.5 Le fasi della raccolta fondi per il crowdfunder

Per quanto riguarda i crowdfunders non ci sono dei veri e propri step da seguire obbligatoriamente. L'investitore dopo essersi registrato alla piattaforma prende le decisioni di investimento in base alle informazioni raccolte e, in caso di successo della raccolta, riceve le azioni comprate diventando azionista della società.

Il successo del crowdfunding, però, si basa sulla partecipazione attiva di tutti gli attori coinvolti. La piattaforma e l'imprenditore chiedono agli investitori un supporto attivo. Perché la raccolta fondi abbia successo e il mercato del crowdfunding possa crescere, viene chiesto ai crowdfunders di pubblicizzare il pitch durante la raccolta e, in alcuni casi, gli investitori sono chiamati a supportare l'imprenditore nello sviluppo del progetto. Far sentire anche il finanziatore attore fondamentale del processo di finanziamento permette inoltre di creare network e reti sociali molto forti e che certamente aumentano le probabilità di successo della campagna (Pais et al, 2014).

2.6 L'equity crowdfunding come forma alternativa ed innovativa di finanziamento

L'equity crowdfunding, che si è diffuso in ritardo rispetto alle altre tipologie, rappresenta un'alternativa agli strumenti di finanziamento tradizionali (prestiti bancari, Business Angel, Venture Capital ecc.) utilizzati principalmente dalle start-up e dalle piccole medie imprese, le quali, come detto in precedenza, sono quelle che trovano maggiori difficoltà nel reperire risorse finanziarie. Le difficoltà principali nell'attrarre capitale o finanziamenti dipendono sostanzialmente:

- Dalla mancanza di un controvalore sufficiente a garantire l'investimento;
- Dalla difficoltà di convincere gli investitori;
- Dalla dimensione ridotta del progetto.

Relativamente a quest'ultimo aspetto, dalla ricerca di Massolution risulta che la dimensione media delle operazioni di equity crowdfunding è di 190.000\$, cioè una dimensione che difficilmente interessa investitori istituzionali e che è solitamente improponibile per un prestito bancario.

L'idea del crowdfunding nasce quindi dall'opportunità di sollecitare il pubblico, invece che investitori specializzati e sofisticati, dividendo l'investimento in moltissime quote di valore unitario molto basso. Per l'investitore privato il target da raggiungere non rappresenta un problema, dal momento che il suo investimento è molto piccolo. Generalmente se il target non viene raggiunto l'investitore privato non versa nulla, quindi non ha rischi seri legati alla partenza o meno del progetto. Inoltre l'investitore privato non ha aspettative prefissate di ritorno: solitamente si limita a valutare se l'investimento sia o meno un buon affare.

L'investitore privato, dunque, cerca in rete ciò che sollecita il suo interesse, frequentando community che condividono interessi, passioni, abitudini. Se trova un progetto che attira la sua attenzione, lo valuta, di solito utilizzando le informazioni messe a disposizione sul portale ed eventualmente lo finanzia con un importo che in linea di principio è così modesto da non pregiudicare la stabilità delle sue finanze.

Inoltre, l'investitore privato assume le sue decisioni anche in relazione all'opportunità di sentirsi parte di un progetto, di essere coinvolto in un programma aspirativo dal quale potrà eventualmente trarre dei benefici, non necessariamente pecuniari.

La definizione di crowdfunding è stata adattata, alla luce di un'analisi concreta, nel senso che esso non solo è un *“invito aperto a partecipare a un progetto”* (Kleeman et al, 2008); si tratta di un *“invito aperto, soprattutto tramite internet, a fornire risorse finanziarie in forma di donazione, o in cambio di prodotti futuri o di un qualche tipo di premio monetario o non monetario e/o diritto di voto”* (Belleflamme et al, 2012).

La definizione che appare più corretta per la sua capacità di sintesi, è quella offerta dal JOBS Act americano: *“il crowdfunding consiste nell'uso di internet*

per la raccolta di denaro tramite piccoli contributi da molti investitori”. Questa formula non definisce a fronte di cosa vengano erogati i contributi e quindi si adatta bene a tutti i modelli di crowdfunding e non solo a quello equity based. Inoltre focalizza tutte le tre caratteristiche dello strumento:

- L’uso di internet;
- La dimensione unitaria modesta dei finanziamenti;
- La massa rilevante degli investitori.

Nessuna di queste caratteristiche è limitante, atteso che il crowdfunding potrebbe anche vedere quote di investimento rilevanti o un numero modesto di investitori. A tal proposito è importante sottolineare che laddove l’invito a contribuire comporti una sollecitazione del pubblico risparmio, se non vi è una normativa sull’equity crowdfunding, l’iniziativa è limitata alle offerte pubbliche su una borsa valori, o comunque soggetta a limitazioni normative (ad esempio in Francia, dove non c’è una regolamentazione ad hoc, una società a responsabilità limitata non può avere più di 100 soci).

Proprio per questo motivo, in molti Paesi sono stati sviluppati modelli di crowdfunding alternativi all’equity crowdfunding, il cui peso statistico in termini di piattaforme, progetti finanziati e capitale raccolto è estremamente maggiore del puro e semplice equity crowdfunding. La regolamentazione dell’equity crowdfunding potrebbe tuttavia cambiare in tempi brevi tale proporzione.

In ogni caso, spostando l’attenzione dai canali tradizionali del capitale (finanziamento ed equity) al crowdfunding, sia nella forma “provvisoria” adottata fino al 2012 che in quella ufficiale adottata da USA e Italia, si rileva agevolmente che per impostare un’iniziativa di crowdfunding occorre concentrarsi sul network da interpellare e sulle possibilità di scambio con l’investitore (Lerro, 2013).

2.6.1 L’equity crowdfunding nel ciclo di vita dell’impresa

Il percorso di crescita di un’impresa si articola in diverse fasi:

- *Seed stage*: è il primissimo step dove l’imprenditore ha concepito l’idea di business che tuttavia deve essere ancora sviluppata e collaudata. Il questa

fase il focus è sullo sviluppo del prodotto e sulla redazione del business plan;

- *Start-up stage*: l'idea è stata sviluppata al punto tale da consentire la commercializzazione del prodotto/servizio. Questa fase dura mediamente meno di un anno;
- *Early stage*: ha luogo la produzione e la distribuzione del prodotto/servizio. Questa fase può avere una durata di cinque anni e l'impresa può anche non essere profittevole lungo tutto il periodo.
- *Later stage*: l'impresa è già matura e redditizia. In questa fase essa genera cash flow positivi e nel caso in cui continui nel suo percorso di crescita può raggiungere grande popolarità in un periodo compresa fra i sei e i dodici mesi.

In generale le imprese che si trovano ad affrontare le fasi iniziali del loro ciclo di vita, incontrano difficoltà nell'attrarre finanziamenti dall'esterno (Cosh et al, 2009). Come accennato nel primo capitolo, le start-up non hanno la possibilità di accedere al debito sia a causa della natura rischiosa della loro attività, sia per la mancanza di garanzie collaterali a sufficienza per poter ricevere un prestito bancario. Per questo al fine di avviare la loro attività e iniziare a generare utili le start-up devono affidarsi a forme di finanziamento alternative che permettono loro di finanziare la crescita e in particolare la fase iniziale di early stage. Tipicamente accade che i primi finanziatori di una start-up, oltre agli stessi imprenditori che spesso utilizzano i propri risparmi, siano amici e parenti (Agrawal et al, 2010). Le start-up infatti, non generando cash flow nei primi anni di attività, non sono in grado di ripagare oneri finanziari né tanto meno quote di rimborso del capitale eventualmente contratto a prestito. Ciò si traduce nel fatto che ci saranno molti casi in cui i finanziamenti da parte di amici e familiari saranno insufficienti. Per tutte queste ragioni, la domanda per l'accesso al capitale di rischio tramite equity crowdfunding in questi casi è potenzialmente molto elevata.

Negli ultimi anni, oltretutto, stiamo assistendo a uno spostamento degli investimenti da parte di Business Angel e Venture Capitalist verso imprese che si

trovano in stadi più avanzati del loro ciclo di vita. I Venture Capitalist in particolare, hanno iniziato ad escludere investimenti nella fase di *seed* anche a causa dall'aumento dei costi di transazione in rapporto all'ammontare di investimenti richiesto in queste fasi embrionali del ciclo di vita.

Questa tendenza costituisce dunque un'opportunità per l'equity crowdfunding di svolgere un ruolo prezioso all'interno di due mercati: il primo è il *seed financing*, ossia l'investimento nelle primissime fasi di sperimentazione dell'idea imprenditoriale, dove l'apporto di risorse finanziarie da parte di amici e parenti può non essere sufficiente e, allo stesso tempo, l'entità di denaro richiesta può risultare troppo piccola per attrarre l'investimento da parte di un Business Angel. Il secondo è lo spazio di mercato che intercorre tra il livello di investimenti tipicamente effettuato da un Business Angel (dove l'ammontare richiesto risulta troppo piccolo per un Venture Capitalist) e il livello di investimenti caratterizzante l'attività del Venture Capitalist.

Ad oggi la maggior parte dei capitali raccolti attraverso il crowdfunding è andata ad occupare la parte inferiore dello spazio di mercato ma ciò non esclude la possibilità che possa costituire a tutti gli effetti un'alternativa al Business Angel e al Venture Capitalist, soprattutto se in un futuro aumentasse l'entità dei capitali raccolti grazie anche alla partecipazione degli investitori "più sofisticati" che tendenzialmente hanno una maggiore disponibilità di risorse finanziarie da investire.

2.6.2 Le imprese che si finanziano attraverso l'Equity Crowdfunding

Quali siano le imprese maggiormente adatte al finanziamento attraverso l'equity crowdfunding è ancora oggetto di discussione e probabilmente solo il tempo potrà svelarlo. Ad oggi infatti non ci sono elementi sufficienti per poterlo determinare. Tuttavia ci sono alcuni fattori da prendere in considerazione e che possono incidere sulla raccolta di fondi attraverso l'equity crowdfunding:

- La capacità dello strumento di fornire finanziamenti in diversi round. In genere le imprese ricorrono a numerosi step e in alcuni casi accade che la

fonte di finanziamento sia sempre la stessa; in altri accade che ve ne siano diverse per ciascun round di finanziamento (Chemmanur et al, 2006). Alcune imprese preferiscono le fonti di finanziamento tradizionali perché possono sfruttare le relazioni instaurate con il Venture Capitalist o con il business Angel proprio per ottenere i finanziamenti nei successivi round;

- Le imprese che appartengono a determinati settori e che operano con determinati modelli di business, per esempio quelle dove il contatto impresa cliente è una componente fondamentale nell'utilizzo del prodotto, sono particolarmente adatte alla raccolta attraverso l'equity crowdfunding. Questo perché i consumatori stessi possono fungere anche da finanziatori. Inoltre, per l'impresa, l'entità di questa relazione con potenziali investitori e clienti allo stesso tempo, può essere considerata una conferma della redditività del progetto o dell'idea di business;
- Le imprese con focus sulla creazione di valore per il sociale potrebbero beneficiare maggiormente delle opportunità di finanziamento attraverso l'equity crowdfunding. In questi casi le motivazioni non finanziarie che spingono le persone ad investire sono preponderanti. I sostenitori, in particolare, saranno incentivati a coinvolgere altre persone e più propensi a pubblicizzare l'impresa finanziata;
- L'equity crowdfunding non sembra essere adatto a quelle imprese che non vogliono divulgare al mercato le informazioni sulla loro idea di business o altre informazioni riservate sul prodotto/servizio;
- Allo stesso modo può risultare inadatto per quelle imprese che necessitano dell'apporto di competenze manageriali e un network specifico che solo gli investitori istituzionali sono in grado di fornire.

2.6.3 Il confronto con Business Angel e Venture Capital

I Business Angel, secondo la definizione rilasciata da IBAN (Italian Business Angel Network), sono: *“ex titolari di impresa, managers in attività o in pensione, che dispongono di mezzi finanziari (anche limitati), di una buona rete*

di conoscenze, di una solida capacità gestionale e di un buon bagaglio di esperienze. Hanno il gusto di gestire un business, il desiderio di acquisire una partecipazione in aziende con alto potenziale di sviluppo e l'interesse a monetizzare una significativa plusvalenza al momento dell'uscita; l'obiettivo dei Business Angel è quello di contribuire alla riuscita economica di un'azienda ed alla creazione di nuova occupazione”.

Un'altra definizione è la seguente: *“business angels represent private investors who, during their active work, have gained wealth and experience and are ready to invest them in new small and medium enterprises in order to help the young entrepreneurs and receive profit simultaneously”* (Radamani, 2008).

Dalle definizioni sopra citate è possibile dedurre quali siano le caratteristiche principali del Business Angel:

- È dotato di patrimonio e/o ricchezza finanziaria personale;
- È un investitore privato, ossia finanzia le imprese con capitale proprio;
- Predilige l'investimento in imprese non quotate che si trovano ad affrontare le prime fasi del loro ciclo di vita, in particolare seed e start-up;
- Effettua investimenti con elevato livello di rischio;
- Investe tipicamente nelle imprese locali al fine di poterle visitare e monitorare da vicino il loro andamento.

Le imprese oggetto di investimento spesso sono società neo costituite ma ci sono alcuni casi in cui esiste soltanto l'idea imprenditoriale riportata su un business plan.

Il processo di investimento del Business Angel si articola in diverse fasi:

- Valutazione iniziale (pre screening), che consiste in un'analisi preliminare del business plan nella quale vengono verificate le potenzialità di business del progetto;
- Screening, nella quale il Business angel incontra l'imprenditore o il team di imprenditori al fine di acquisire maggiori informazioni confidenziali sia sul progetto che sui proponenti;

- Due diligence, nella quale vengono fatte le valutazioni di dettaglio sulla tecnologia, sul business di riferimento e sugli aspetti legali;
- Investimento, nella quale si predispone tutta la contrattualistica, il veicolo societario utilizzato per effettuare l'investimento e il "closing" dell'operazione;
- Post-investimento, che consiste nella partecipazione attiva nella gestione dell'impresa.

I fondi di Venture Capital, invece, sono fondi di investimento che hanno l'obiettivo di realizzare un capital gain su un orizzonte temporale di qualche anno, tipicamente compreso fra i cinque e i sette anni.

L' AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital), agli inizi degli anni '80, definiva il Venture Capital come *"l'apporto di capitale azionario, o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni, da parte di operatori specializzati, in un'ottica temporale di medio lungo termine, effettuato nei confronti di imprese non quotate con elevate potenzialità di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato"*.

La definizione si concentra sulle caratteristiche intrinseche dell'impresa oggetto dell'investimento, ossia le elevate potenzialità di crescita, ed è in linea con quella riportata sul sito istituzionale di EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association): *"Venture capital is a type of private equity focused on start-up companies. Venture capital funds often back entrepreneurs who have just the germ of a business idea"*.

Dalla definizione emergono due caratteristiche del Venture Capital: la prima è che tipicamente i fondi di Venture Capital investono in imprese già nate ma ancora in fase di avvio (start-up expansion); la seconda è che dal punto di vista terminologico il Venture Capital rientra nella più ampia categoria del Private Equity che in generale identifica l'apporto di capitale di rischio da parte di un soggetto privato.

Un'ulteriore caratteristica del modello di investimento del Venture Capital, è la partecipazione attiva nella gestione dell'impresa con l'apporto di competenze manageriali al fine di migliorarne le performance.

È infatti comprovato che alle imprese partecipate da Venture Capital siano riconducibili performance economiche superiori e un maggior tasso di crescita rispetto alle altre realtà imprenditoriali (Keushnigg, 2002 e Bottazzi et al, 2009), il che significa che l'attività di monitoraggio attivo dei manager ed il coinvolgimento nella gestione sono in grado di aumentarne il valore.

Il processo di investimento del Venture capital si articola in diverse fasi:

- Ricerca degli investitori e raccolta delle adesioni al fondo;
- Ricerca e selezione delle imprese in cui investire i capitali raccolti, che a sua volta comprende le attività di due diligence, di valutazione del business plan e di negoziazione e closing;
- Valorizzazione delle imprese in portafoglio, che consiste nelle attività svolte dal Venture Capital atte ad incrementarne le performance;
- Exit, cioè la fase di smobilizzo dall'investimento che il Venture Capital effettua con l'obiettivo di realizzare un capital gain attraverso la vendita o la quotazione in borsa.

Al Venture Capital si possono attribuire cinque caratteristiche distintive:

- È un intermediario finanziario che investe i capitali raccolti dagli investitori direttamente in un portafoglio di società;
- Investe esclusivamente in società non quotate;
- Svolge un ruolo attivo di monitoraggio e supporto delle imprese in portafoglio;
- Ha l'obiettivo primario di massimizzare il ritorno finanziario con l'uscita dall'investimento attraverso la vendita o la quotazione in borsa (IPO);
- Investe per finanziare la crescita interna delle imprese (Metrick et al, 2011).

Date queste caratteristiche, è ora possibile fare un confronto tra Business Angel e Venture Capital.

Il Business Angel, a differenza del Venture Capital, utilizza fondi propri e in genere opera su dimensioni di intervento da 10 fino a 500 mila euro e per lo più, nella fase di avvio dell'attività imprenditoriale. Solitamente si tratta di soggetti

che escono dal mondo del lavoro e vogliono subito “rientrare” avendo a disposizione un certo capitale.

Il Venture Capital invece, lavora sul capitale raccolto (capitale di debito), per cui deve rispondere del proprio operato a coloro che hanno creato il fondo, cioè deve garantire un certo rendimento. Opera su dimensioni maggiori rispetto al Business Angel e nelle fasi di sviluppo e consolidamento dell'azienda.

Nel caso del Venture Capital è necessaria la cosiddetta attività di “due diligence”, perché la selezione dell'investimento è molto legata a considerazioni di tipo finanziario, mentre per il Business Angel la redditività non è l'unico aspetto che li spinge a investire. Infatti quando il Venture capital riceve una richiesta di finanziamento che giudica degna di attenzione, deve far partire una serie di verifiche economiche, finanziarie e legali in quanto una due diligence accurata e un'analisi dettagliata delle proiezioni dei flussi di cassa futuri, sono elementi indispensabili nella selezione degli investimenti del Venture Capital. Da ciò si evince come la dimensione di intervento del Venture Capital sia maggiore di quella del Business Angel, il quale ha un capitale limitato (200 mila, 300 mila euro) e si può permettere di non fare la due diligence, inoltre, di solito, ha un'ottica geografica piuttosto limitata.

Un'altra differenza rilevante riguarda le differenti modalità di way out dell'investimento. Il Venture capital, infatti, ha come obiettivo primario quello di portare l'impresa alla quotazione in borsa, investendo in imprese che si trovano in stadi più avanzati del ciclo di vita e dove lo smobilizzo dell'investimento può rivelarsi molto meno difficoltoso. Per il Business Angel, invece, la modalità più frequente è la vendita a terzi (trade sale), che possono essere rappresentati da compratori strategici o dai fondatori dell'impresa stessa. In questo caso lo smobilizzo delle partecipazioni è generalmente più complicato (Feld et al, 2014). Andando a confrontare queste due forme di finanziamento con lo strumento dell'equity crowdfunding, possiamo rilevare delle caratteristiche che le accomunano, ossia:

- *Il “livello di maturità” delle imprese oggetto di investimento:* questa caratteristica fa riferimento alle fasi di crescita del ciclo di vita

dell'impresa. In particolare questo aspetto avvicina principalmente crowdfunding e Business Angel che intervengono tipicamente nella fase seed, a differenza del venture Capital che predilige le fasi di start-up ed early stage.

- *L'obiettivo di investimento*: le tre forme di finanziamento investono con l'obiettivo di ottenere un capital gain dalla vendita futura delle partecipazioni e non sono interessate a mantenere il controllo dell'impresa nel lungo termine.

Per quanto riguarda le differenze, queste possono riguardare:

- *Il taglio dell'investimento*: notevolmente superiore per il venture capital rispetto a Business Angel ed equity crowdfunding;
- *Le motivazioni che spingono questi soggetti a investire*: Crowdfunders e Business Angel sono guidati anche dal coinvolgimento emotivo e dall'interesse nei confronti del progetto imprenditoriale, e non solo dal ritorno monetario. Il Venture Capital, invece, mira solo a realizzare profitti.
- *La partecipazione attiva all'attività a seguito dell'investimento*: Venture Capital e Business Angel, una volta effettuato l'investimento, partecipano attivamente all'attività di gestione dell'impresa, apportando competenze tecniche e manageriali. I crowdfunders invece, potrebbero non avere alcuna competenza in materia, soprattutto nella gestione dell'impresa.
- *La tipologia di contratti stipulati con l'impresa finanziata*: nel caso di Business Angel e Venture Capital, si tratta di contratti e strumenti finanziari personalizzati in base alla tipologia di imprenditore. Nell'equity crowdfunding, invece, l'investimento avviene per mezzo di una piattaforma web e quindi si tratta di contratti standardizzati, rivolti a un pubblico indistinto di potenziali investitori.
- *La due diligence*: rappresenta un'attività fondamentale per il Venture Capital nel processo di selezione delle imprese oggetto di investimento. Con l'equity crowdfunding ciò non avviene, se non in maniera limitata

da parte delle piattaforme, per cui i crowdfunders sono soggetti a un rischio operativo più elevato; questo vale anche in relazione al fatto che il business plan e in particolare le stime in esso contenute potrebbero non essere veritiere non avendo alcuna “certificazione”, al contrario di quanto avviene con gli investitori professionali quali Business Angel e Venture Capital.

- *Il way-out*: il capitale di rischio richiede un mercato azionario ben sviluppato poiché i Venture Capital apprezzano molto la possibilità di una exit attraverso IPO che tendenzialmente garantisce un capital gain più elevato rispetto alle altre forme di way-out. Le imprese finanziate attraverso l’equity crowdfunding sono ancora premature e troppo piccole per cui le possibilità di uscire dall’investimento con una quotazione in borsa sono pochissime (Gerber et al, 2012).

2.7 Investire nell’equity crowdfunding

Il successo dell’equity crowdfunding dipende dalla capacità degli attori coinvolti di risolvere in modo efficiente una serie di sfide con le quali devono confrontarsi. Tra queste, assume fondamentale importanza la valutazione delle start-up innovative dal momento che la normativa prevede che solo questa tipologia di impresa possa effettuare la raccolta di capitale di rischio con operazioni di equity crowdfunding. Prima di osservare il processo di valutazione di una start-up, può essere utile richiamare cosa si intenda per start-up innovativa e i vantaggi che possono scaturire dall’investimento in queste imprese.

2.7.1 Le caratteristiche delle start-up innovative

Le start-up innovative sono piccole società di capitali (S.p.a., S.r.l. o cooperative) italiane, impegnati in settori innovativi e tecnologici o a vocazione sociale.

Il “Decreto Crescita 2.0”, aggiornato successivamente con il Decreto Legge n. 3 del 24 gennaio 2015 (“Decreto Crescita 3.0”), stabilisce i requisiti che queste società devono possedere e dispone diverse semplificazioni normative per favorirne la diffusione e lo sviluppo. Per crescere bene è necessario un ambiente favorevole; per questo il legislatore, nel disegnare il sistema ha previsto una particolare categoria di soggetti chiamati “incubatori”, ossia società di capitali italiane che offrono servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo delle start-up innovative.

Le start-up innovative possono offrire i propri strumenti finanziari anche attraverso portali online, se sono iscritte in una sezione speciale del registro delle imprese tenuto dalle Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura dove è possibile acquisire le principali informazioni sulle società. Anche il sito internet delle singole start-up è un’importante fonte di informazioni; il sito riporta le informazioni sull’attività svolta, sui soci fondatori, sul personale e sugli altri elementi indicati dal Decreto, nonché sul bilancio e, tali informazioni, vengono aggiornate ogni sei mesi.

La start-up innovativa è una società di capitali di diritto italiano, costituita anche in forma cooperativa, o società europea avente sede fiscale in Italia, che risponde a determinati requisiti e che ha come oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico.

In favore della start-up innovativa sono previste una serie di esenzioni ai fini della costituzione ed iscrizione dell’impresa nel Registro delle Imprese, agevolazioni fiscali, nonché deroghe al diritto societario e una disciplina particolare nei rapporti di lavoro nell’impresa. Condizione basilare per poter beneficiare di tali vantaggi è che le imprese vengano iscritte nell’apposita sezione speciale del Registro delle Imprese riservata alle start-up innovative (Raphael, 2015).

Quindi, il primo requisito per godere di consistenti agevolazioni, riguarda il “tipo” di società. Sono escluse le società di persone e possono essere incluse esclusivamente società di capitali, cioè società nelle quali l’apporto di capitale è

prevalente rispetto all'apporto personale e le quote sono rappresentate in termini di partecipazione al capitale sociale. Le società di capitali sono le S.p.A., le S.A.p.A., il cui capitale è suddiviso in azioni, e le S.R.L., il cui capitale è suddiviso in quote. A queste si aggiunge la Società Europea che è più simile alla S.p.A. avendo capitale (di almeno 120.000 euro) diviso in azioni.

Il secondo requisito della start-up innovativa è quello della nazionalità. La norma ammette nella categoria delle start-up tecnologiche anche la società europea che abbia la residenza in Italia, ma non pone limiti quanto a numero e nazionalità degli azionisti. Lo scopo della norma è analogo a quello del JOBS Act, volendo sviluppare e favorire il tessuto aziendale nazionale e la creazione di opportunità lavorative nel nostro Paese. Tuttavia, la normativa italiana, è stata molto meno restrittiva rispetto a quella americana, che invece limita l'accesso al crowdfunding alle sole società statunitensi.

In particolare, per beneficiare di quanto previsto dal Decreto Crescita, la start-up innovativa deve essere iscritta in una apposita sezione speciale del Registro delle Imprese, che consente la condivisione di alcune informazioni, nel rispetto della normativa sulla privacy:

- a) Data e luogo di costituzione, nome e indirizzo del notaio;
- b) Sede principale ed eventuali sedi periferiche;
- c) Oggetto sociale;
- d) Breve descrizione dell'attività svolta, comprese l'attività e le spese in ricerca e sviluppo;
- e) Elenco dei soci, con trasparenza rispetto a fiduciarie, holding, con autocertificazione di veridicità;
- f) Elenco delle società partecipate;
- g) Indicazione dei titoli di studio e delle esperienze professionali dei soci e del personale che lavora nella start-up innovativa, esclusi eventuali dati sensibili;
- h) Indicazione dell'esistenza di relazioni professionali, di collaborazione o commerciali con incubatori certificati, investitori istituzionali e professionali, università e centri di ricerca;

- i) Ultimo bilancio depositato, nello standard XBRL²⁰;
- j) Elenco dei diritti di privativa su proprietà industriale e intellettuale.

Queste informazioni, che devono essere aggiornate con cadenza semestrale, sono piuttosto invasive. Alcune di esse, come le relazioni professionali o commerciali possono essere particolarmente delicate sotto il profilo concorrenziale; quelle relative alle privative, poi, si pongono in contrasto con la normativa sulla segretezza delle domande di brevetto, a meno di non ricorrere ad interpretazioni protettive. La domanda di prima iscrizione al Registro delle Imprese di una neocostituita start-up innovativa segue le modalità previste per la costituzione delle società, integrata con le nuove previsioni per la Sezione Speciale. In particolare l'iscrizione alla sezione speciale si aggiunge alla consueta obbligatoria iscrizione nella sezione ordinaria del registro delle imprese. Nel caso in cui venissero meno i requisiti per l'iscrizione o permanenza nella sezione speciale, le conseguenze sarebbero:

- Che la società resterebbe iscritta nella sezione ordinaria del Registro;
- Che la società perderebbe il diritto ai benefici fissati dalla legge per le società iscritte nella Sezione Speciale (Lerro, 2013).

2.7.2 Vantaggi della start-up innovativa

Come abbiamo visto in precedenza, vi sono una serie di vantaggi e agevolazioni fiscali che derivano dalla creazione di una start-up innovativa. Tra questi i principali sono:

- L'esonero dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per l'iscrizione nel Registro delle Imprese nonché dal pagamento del diritto annuale dovuto alle camere di commercio.
- La start-up potrà assumere personale con contratti a tempo determinato della durata minima di sei mesi e massima di 36 mesi. All'interno di questo arco temporale, i contratti potranno essere anche

²⁰ Acronimo di *extensible Business Reporting Language* che rappresenta uno standard informatico che consente l'analisi, la convalida, la trasformazione e l'archiviazione dei dati in esso contenuti.

di breve durata e rinnovati più volte. Dopo 36 mesi, il contratto potrà essere ulteriormente rinnovato una sola volta, per un massimo di altri 12 mesi, e quindi fino ad arrivare complessivamente a 48 mesi. Dopo questo periodo, il collaboratore potrà continuare a lavorare in start-up solo con un contratto a tempo indeterminato.

- La start-up potrà remunerare i propri dipendenti e collaboratori continuativi con stock option, e i fornitori di servizi esterni (come gli avvocati e i commercialisti) attraverso il work of equity²¹. Il regime fiscale e contributivo che si applica a questi strumenti è vantaggioso e concepito ad hoc rispetto alle esigenze tipiche di una start-up.
- Un altro vantaggio riguarda il credito d'imposta, ossia la start-up godrà di un accesso prioritario alle agevolazioni per le assunzioni di personale altamente qualificato.
- È prevista l'introduzione di incentivi fiscali per investimenti in start-up provenienti da aziende e privati per gli anni 2013, 2014, 2015 e 2016. Gli incentivi valgono sia in caso di investimenti diretti in start-up, sia in caso di investimenti indiretti per il tramite di altre società che investono prevalentemente in start-up. Il beneficio fiscale è maggiore se l'investimento riguarda le start-up a vocazione sociale e quelle che operano nel settore energetico.
- È previsto l'accesso semplificato, gratuito e diretto per le start-up al Fondo Centrale di Garanzia; si tratta di un fondo governativo che facilita l'accesso al credito attraverso la concessione di garanzie sui prestiti bancari. Gli incubatori certificati possono beneficiare dello stesso trattamento speciale riservato alle start-up (Raphael, 2015).

2.7.3 La valutazione dell'offerta

La corretta valutazione dell'offerta è parte fondamentale per il successo della raccolta fondi. Affinché il mercato possa svilupparsi in modo efficiente, la

²¹ Modalità di pagamento che rappresenta l'opportunità di essere remunerati per le prestazioni offerte con la partecipazione al capitale dell'impresa.

piattaforma deve assicurarsi che le valutazioni proposte dagli imprenditori siano state eseguite in modo corretto e che le azioni offerte non risultino eccessivamente sovrapprezzate.

Il compito delle piattaforme però non è semplice. Infatti, la valutazione di una start-up può essere molto complicata essendo, nella maggior parte dei casi, la quasi totalità degli asset, di tipo intellettuale e quindi intangibili e non avendo a disposizione dati consolidati, ma solo dati stimati.

Le piattaforme operanti nel mercato hanno scelto strade diverse per ridurre il rischio di valutare non correttamente le aziende presentate: la pratica più comune è di lasciare l'onere della valutazione iniziale all'imprenditore e di essere flessibili sulla percentuale di proprietà offerta in modo che, viste le reazioni del mercato, l'imprenditore possa variare l'offerta in corsa. Un'altra pratica adottata da alcune piattaforme è quella di assicurarsi che gli imprenditori siano istruiti su come valutare la propria azienda. Per esempio la piattaforma Bank To The Future (www.banktothefuture.com) offre corsi agli imprenditori tenuti da esperti di valutazione aziendale.

Anche la gestione dei finanziamenti con il modello “all or nothing” può contribuire ad assicurare che la valutazione sia corretta. Concedere il finanziamento solamente al raggiungimento della soglia minima significa innalzare il numero di finanziatori necessari affinché la raccolta fondi abbia successo. Quindi, avere un alto numero di finanziatori che possono interagire tra di loro e che hanno valutato equa l'offerta, può essere letto come conferma della corretta valutazione dell'azienda.

Un ulteriore metodo è quello implementato per esempio dalla Consob, che ha imposto che almeno il 5% del finanziamento sia corrisposto da un investitore istituzionale in modo che possa garantire la corretta valutazione con gli strumenti idonei a sua disposizione (Collins et al, 2012).

2.7.4 L'offerta di capitali online

Sostanzialmente un crowdfunder può investire direttamente in queste start-up innovative esclusivamente tramite portali online che si occupano di equity

crowdfunding. Si tratta, appunto, di piattaforme vigilate dalla Consob che facilitano la raccolta del capitale di rischio delle start-up innovative. I portali forniscono agli investitori le informazioni sulle start-up e sulle singole offerte attraverso apposite schede (redatte secondo il modello standard allegato al Regolamento Consob) che possono essere presentate anche con strumenti multimediali tramite immagini, video o “pitch”, ossia le presentazioni, normalmente in formato Microsoft PowerPoint, con cui si descrivono l’azienda, la sua idea di business, le persone che la compongono e i piani che intendono perseguire con l’investimento cercato. Oltre al pitch è importante anche aver preparato un business plan e il foglio con le metriche e i “numeri”, ossia il conto economico e i cash flow mensilizzati almeno a 5 anni. Questi tre documenti sono gli strumenti essenziali per qualsiasi startupper e, possibilmente, devono essere sempre aggiornati, anche perché nei primi anni di attività questi dati sono destinati a cambiare rapidamente. Questi documenti servono quindi per convincere, spiegare e capire come funziona il modello di business e stimare le esigenze economico finanziarie della società. Il pitch però, è il documento più importante, perché definisce le modalità con cui si andranno a leggere conto economico e business plan.

I gestori dei siti non possono detenere somme di denaro di pertinenza degli investitori, né eseguire direttamente gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sui propri portali, dovendo a tale scopo trasmetterli esclusivamente a banche o SIM. I gestori non possono poi svolgere in alcun modo consulenza finanziaria nei confronti degli investitori. Il ruolo fondamentale del portale è quello di assicurare che gli investitori possano comprendere caratteristiche e rischi degli investimenti proposti. Particolare attenzione è rivolta nei confronti degli investitori retail (cioè quelli diversi da banche, SIM, compagnie di assicurazione ecc.) i quali devono completare un vero e proprio percorso di investimento consapevole. Infatti, per accedere alla sezione del portale in cui è possibile aderire alle offerte, devono aver compilato un apposito questionario online da cui risulti che hanno preso visione delle informazioni

messe a disposizione e che hanno compreso le caratteristiche e i rischi dell'investimento in start-up innovative (Raphael, 2015).

Quindi il sito web della piattaforma deve riportare una serie di informazioni in forma sintetica e facilmente comprensibile. Tali informazioni, elencate all'articolo 14 del Regolamento Crowdfunding, sono relative:

- a) Al gestore, ai soggetti che detengono il controllo, ai soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo;
- b) Alle attività svolte, incluse le modalità di selezione delle offerte o l'eventuale affidamento di tale attività a terzi;
- c) Alle modalità per la gestione degli ordini relativi agli strumenti finanziari offerti tramite il portale, anche con riferimento alle condizioni previste dall'articolo 17, comma 4;
- d) Agli eventuali costi a carico degli investitori;
- e) Alle misure predisposte per ridurre e gestire i rischi di frode;
- f) Alle misure predisposte per assicurare il corretto trattamento dei dati personali e delle informazioni ricevute dagli investitori ai sensi del Decreto Legislativo 30 giugno 2003, n. 196 e successive modifiche.
- g) Alle misure predisposte per gestire i conflitti di interessi;
- h) Alle misure predisposte per la trattazione dei reclami e l'indicazione dell'indirizzo cui trasmettere tali reclami;
- i) Ai meccanismi previsti per la risoluzione stragiudiziale delle controversie;
- j) Ai dati aggregati sulle offerte svolte attraverso il portale e sui rispettivi esiti;
- k) Alla normativa di riferimento, all'indicazione del collegamento ipertestuale al registro nonché alla sezione di *investor education* del sito internet della Consob e alla apposita sezione speciale del Registro delle Imprese prevista all'articolo 25, comma 8, del Decreto Crescita 2.0;
- l) Agli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob;
- m) Alle iniziative, che il gestore si riserva di adottare nei confronti degli emittenti, in caso di inosservanza delle regole di funzionamento del

portale; in caso di mancata predisposizione, l'indicazione che non sussistono tali iniziative.

Le informazioni obbligatorie sono molte, come accade per tutti gli elenchi di informazioni che talora interessano poco l'utente e che vengono del tutto trascurati, pur essendo imposti dalla legge (come i moduli contrattuali illeggibili, e di fatto mai letti, solitamente imposti ai consumatori). Visto che in questo caso è richiesto specificamente uno sforzo di sintesi e di comprensibilità, anche grazie all'uso del web si deve sperare in una virtuosa competizione tra le piattaforme per la presentazione ed illustrazione di tali informazioni nel modo più leggibile possibile.

Il gestore della piattaforma deve poi fornire agli investitori non professionali almeno le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari di start-up innovative indicate dall'art. 15 del Regolamento Crowdfunding; anche queste informazioni devono essere espone in forma sintetica e facilmente comprensibile.

Le informazioni minime sono:

- a) Il rischio di perdita dell'intero capitale investito;
- b) Il rischio di illiquidità;
- c) Il divieto di distribuzione degli utili ai sensi dell'articolo 25 del Decreto Crescita 2.0;
- d) Il trattamento fiscale di tali investimenti (con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza degli stessi);
- e) Le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del Decreto Crescita 2.0, nonché al diritto fallimentare previste dall'articolo 31 del Decreto Crescita 2.0;
- f) I contenuti tipici di un business plan;
- g) Il diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5, Regolamento Crowdfunding e le relative modalità di esercizio.

Inoltre, il gestore deve precisare che gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari raccolti tramite il portale, quando non ricadano nella categoria degli investimenti minimi ed il gestore non voglia gestirli in autonomia, sono trasmessi

a una banca o impresa di investimento che ne cura il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore e in applicazione delle regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione (Lerro, 2013).

2.7.5 Gli altri contenuti dell'offerta

Oltre alle informazioni obbligatorie, previste dalla legge, vi sono le informazioni comunque necessarie, dalle quali dipende la decisione dell'investitore di sottoscrivere l'offerta. Ogni piattaforma ed ogni start-up saranno libere di competere scegliendo il proprio approccio (sintetico, discorsivo, grafico, emozionale ecc.) e la quantità e tipologia di informazioni da pubblicare. Tuttavia non si potrà prescindere da due elementi: il business plan e la due diligence.

Il business plan è il documento sul quale si misura il progetto imprenditoriale da finanziare. Non tutti sono in grado di leggere il business plan, per questo esso deve essere il più chiaro e semplice possibile. Al contempo deve essere il più completo ed esaustivo possibile, e soprattutto veritiero. Molte informazioni che di solito appaiono nel business plan (ad esempio l'individuazione dei fornitori strategici o i fattori che determinano la fissazione del prezzo, o le politiche di sconto) non sono specificamente richieste dalla normativa sul crowdfunding, che si limita a pretendere che l'offerta di sottoscrizione riporti in generale "i contenuti tipici di un business plan" (art. 15 Regolamento Crowdfunding). Tuttavia, nella dialettica con l'investitore, affinché esso si senta effettivamente coinvolto nel progetto imprenditoriale, è opportuno fornire il maggior numero di informazioni possibili.

Una start-up che si finanzia tramite equity crowdfunding può sviluppare business model diversi rispetto a quelli delle aziende che si finanziano tramite i canali tradizionali. Nelle forme di finanziamento tradizionali le start-up per ottenere finanziamenti devono dimostrare che il prodotto/servizio sia commercialmente valido. Un'azienda che si finanzia online, invece, spesso pubblicizza un'idea tramite i social media, senza aver sviluppato nella pratica il prodotto/servizio. I

proponenti quindi verificano online se l'idea è supportata dalla folla e se ci sono potenziali investitori che potrebbero finanziare il progetto. Il business model di queste aziende, quindi, viene sviluppato tramite la digital economy, cioè attraverso un confronto continuo con i potenziali investitori. Questo modello di finanziamento, quindi, può permettere lo sviluppo di imprese che altrimenti non riuscirebbero a superare lo stato embrionale in quanto non sarebbero in grado di ottenere i fondi necessari o perché non riuscirebbero a dimostrare che la loro idea possa avere un mercato. Se da una parte si permette lo sviluppo di imprese che altrimenti non riuscirebbero a superare la fase embrionale, dall'altra gli investitori sono esposti a maggiori rischi in quanto possono finanziare imprese che non hanno ancora sviluppato un modello di business concreto.

Il secondo obiettivo dell'analisi valutativa è la cosiddetta due diligence, cioè la verifica puntuale della società target. In genere con l'espressione due diligence ci si riferisce sia a quella del business che a quella legale.

La prima è un'analisi critica del business plan: business angel e venture capitalist hanno strutture specializzate che sottopongono a tali analisi i progetti imprenditoriali per giudicare la meritevolezza dell'investimento. Il crowdfunder ha raramente la capacità ed i mezzi per sostenere questa analisi; il legislatore italiano, a tal proposito, ha previsto una sorta di tutoraggio, imponendo la sottoscrizione di una partecipazione minima da parte di un investitore istituzionale esperto, auspicando che tale investitore sottoponga il progetto alla business due diligence anche nell'interesse dell'investitore privato.

La due diligence legale consiste invece nell'analisi di tutti i documenti legali della società, delle obbligazioni e di ogni posizione giuridica che potrebbe risultare rilevante.

Una due diligence esaustiva comporta l'analisi di ogni singolo documento, la verifica di ogni criticità e la redazione di un rapporto finale che evidenzia i possibili rischi sotto un profilo di *compliance* legislativa e/o fiscale. Nelle operazioni di M&A si tratta di un passaggio cruciale, dal quale dipende la decisione sulla finalizzazione dell'investimento o che eventualmente può comportare delle conseguenze sulla valorizzazione. Ma un investimento in

crowdfunding non consente di esercitare la stessa verifica, anche perché sarebbe estremamente lunga e costosa per chiunque. In mancanza di indicazioni legislative, una soluzione valida potrebbe essere quella di sottoporre i progetti di investimento a due diligence da parte di una qualificata struttura legale indipendente, che sottoscriva un rapporto di due diligence assumendosene la responsabilità. Ovviamente una soluzione di questo tipo è costosa ma offre un importante vantaggio nella competizione tra società target, rappresentando agli investitori potenziali un quadro verificato e certificato della situazione legale in cui la società target si trova. Inoltre, più la start-up è giovane e meno onerosa è l'attività di verifica legale da effettuare (Lerro, 2013).

2.7.6 Sottoscrizione dell'offerta e i rischi che ne derivano

Una volta che l'investitore decide di investire in una start-up, il gestore del portale deve trasmettere l'ordine di adesione ad una banca o una impresa di investimento che provvederanno a perfezionare la sottoscrizione degli strumenti finanziari e a raccogliere le somme corrispondenti in un conto indisponibile a favore dell'emittente. In base alla normativa vigente, nota anche come "disciplina Mifid" stante la derivazione dalla norma europea, le banche e le SIM dovranno svolgere l'attività nel rispetto della disciplina sui servizi di investimento che prevede una serie di obblighi informativi e di comportamento nei confronti degli investitori.

Per favorire lo sviluppo del crowdfunding e, quindi, agevolare l'accesso ai finanziamenti da parte delle start-up innovative, il Regolamento Consob prevede un esonero dall'applicazione della disciplina sui servizi di investimento per gli investimenti che siano complessivamente al di sotto di una determinata soglia pari a:

- 500 euro per singolo ordine e 1.000 euro per ordini complessivi annuali, per gli investimenti delle persone fisiche;
- 5.000 euro per singolo ordine e 10.000 euro per ordini complessivi annuali, per gli investimenti delle persone giuridiche.

Per poter applicare l'esenzione, è necessario che gli investitori dichiarino di non avere superato le soglie prendendo in considerazione, per la soglia annuale, anche gli investimenti effettuati presso altri portali nell'anno solare di riferimento. Di regola, non esiste un importo minimo di investimento (ed uno massimo); nella prassi l'emittente fissa un importo minimo (di solito al di sotto dei 500 euro) e lo indica nel documento informativo dell'offerta. L'importo massimo, invece, coincide con l'intero ammontare richiesto (o meglio, per le persone fisiche e per le persone giuridiche non investitori professionali, al 95% di tale ammontare).

Può accadere inoltre, che un investitore retail possa pentirsi e cambiare idea sull'investimento effettuato, e quindi entro sette giorni dall'adesione è prevista la possibilità di recedere senza alcuna spesa tramite una comunicazione al portale, secondo le modalità indicate dallo stesso. Inoltre, entro sette giorni dalla data in cui vengano portate a conoscenza degli investitori nuove informazioni (fatto nuovo o segnalazione di un errore materiale) rispetto a quelle esposte sul portale, è possibile revocare l'adesione all'offerta. Nei casi di esercizio del diritto di recesso o del diritto di revoca, i fondi versati tornano nella piena disponibilità dell'investitore.

Ovviamente l'investitore non sarà esente dall'incorrere in rischi; come sappiamo, nelle aziende in fase di start-up, i rischi sono molteplici tuttavia si possono annoverare tra i rischi più rilevanti:

- La mancanza di dividendi nei primi anni dell'azienda: il Decreto Crescita 2.0 ha addirittura posto il divieto di distribuzione degli utili per tutto il periodo in cui la società emittente possiede i requisiti di start-up innovativa, e cioè per un massimo di 4 anni dall'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese. Chi investe in start-up potrà però beneficiare di un trattamento fiscale di favore (art. 29 del Decreto Crescita 2.0 e regolamenti ministeriali di attuazione); nel gennaio scorso, inoltre, con l'entrata in vigore del Decreto Crescita 3.0, la possibilità di usufruire di questi incentivi fiscali è stata estesa anche alle PMI Innovative costituite da non oltre 7 anni (si veda paragrafo 1.4.2).

- Il rischio di illiquidità: la liquidità di uno strumento finanziario consiste, in generale, nella sua capacità a trasformarsi prontamente in moneta senza perdita di valore. Tale capacità dipende in primo luogo dalla presenza di un mercato in cui il titolo può essere trattato e dalle caratteristiche di questo mercato. Ovviamente data la natura illiquida di questi strumenti, non vi è la possibilità di vendere sui mercati regolamentati, pertanto nella valutazione dell'orizzonte temporale dell'investimento, va sicuramente prezzato e considerato questo fattore di rischio (Raphael, 2015).

Nonostante questi rischi, a differenza dell'investitore professionale, in Italia il Regolamento sul crowdfunding attribuisce all'investitore retail diversi strumenti di tutela che gli consentono di uscire dall'investimento. Si tratta di tre situazioni diverse:

- 1) *Il diritto di revoca dell'adesione all'offerta*: art. 25.2 del Regolamento Crowdfunding: tra il momento di adesione dell'offerta e quello in cui essa è definitivamente chiusa, potrebbe sopravvenire un fatto nuovo o potrebbe essere rilevato un errore materiale circa le informazioni presentate sul sito web. Ove tali fatti o errori siano tali da influire sulla decisione di investimento, i soli investitori non professionali, le fondazioni bancarie e gli incubatori certificati hanno diritto di revocare la loro adesione. Si tratta di un ambito soggettivo che esclude i soli investitori professionali. Tale diritto può essere esercitato esclusivamente entro il termine decadenziale di sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori.
- 2) *Il diritto di recesso dal contratto di investimento*: l'art. 13.5 impone al gestore della piattaforma web "di assicurare" agli investitori non professionali un diritto di recesso "dall'ordine di adesione" particolarmente forte in quanto immotivato e senza alcuna spesa. Detto diritto deve essere esercitato entro il termine di sette giorni dalla data dell'ordine, mediante comunicazione rivolta al gestore. I titolari del diritto non sono i consumatori, ma gli investitori non professionali,

quindi, tra di essi vi possono essere soggetti non qualificabili come consumatori (es. incubatori, società, ecc.). Il destinatario della norma è il gestore della piattaforma, quindi non la eventuale banca o società di investimento annotata nella sezione speciale del registro delle piattaforme, che gestisca la piattaforma in proprio; nei rapporti tra essa e l'investitore retail valgono le norme ordinarie del TUF. Il diritto di recesso comporta l'obbligo di restituire all'investitore tutte le somme versate, essendo vietato alla piattaforma o al proponente di trattenere il costo del servizio effettivamente prestato, come ad es. le spese di incasso e di rimborso.

- 3) *Il diritto di recesso dalla società e il diritto di covendita*: disciplinato dall'art. 24.1, lettera a) del Regolamento Crowdfunding, vale sia per il crowdfunding effettuato da piattaforma che per quello amministrato direttamente da banche o società di investimento, avendo ad oggetto vicende successive alla sottoscrizione della quota via web. La norma impone che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda, in favore dei soli investitori non professionali che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite sito web, il diritto di recesso dalla società o il diritto di co-vendita delle partecipazioni con le relative modalità. Il presupposto per l'esercizio di tale diritto, è che i soci di controllo, successivamente all'offerta di capitale sul web, trasferiscano il controllo della società a terzi.

2.7.7 Motivazioni che spingono a investire nell'equity crowdfunding

Le ragioni che spingono un soggetto a investire in una start-up innovativa possono essere molteplici e personali, tra le quali:

- Motivazioni economiche, in quanto nell'idea e nel progetto in cui si investe si intravedono possibilità di ottenere guadagni futuri sotto forma di utili, qualora venissero in futuro distribuiti, e/o di capital gain in caso di cessione della quota o dell'azione;

- Desiderio di far parte di una iniziativa imprenditoriale di proprio gradimento (anche con l'idea eventuale di contribuire attivamente al suo sviluppo);
- Volontà di contribuire in qualche modo, attraverso lo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali, all'occupazione ed alla crescita economica e sociale del Paese (o anche solo di una determinata comunità locale di riferimento);
- Diversificazione dei propri investimenti;
- Forti agevolazioni fiscali previste per chi investe in start-up innovative;
- Volontà di sostenere un progetto o una iniziativa ritenuta una "buona causa";
- Fiducia nelle persone che propongono il progetto;
- Attrazione per l'innovazione, in qualsiasi sua forma.

Come abbiamo già detto in precedenza, una volta effettuato l'investimento, se la raccolta si perfeziona (ossia se si raccoglie entro la scadenza l'intero capitale richiesto di cui almeno il 5% da parte di un investitore professionale), si diventa soci a tutti gli effetti della società emittente senza ulteriori attività da effettuare. Diventare soci di una realtà aziendale, da dei diritti come partecipare alla vita societaria esercitando, se previsto, il diritto di voto nelle assemblee o esaminando e approvando i bilanci societari. È fondamentale essere degli investitori consapevoli, che tengano conto di tutta la reportistica di bilancio per verificare la situazione finanziaria dell'azienda, mantenendo quindi un controllo sul proprio investimento (Raphael, 2015).

2.8 Panoramica sull'equity crowdfunding in Italia

Il 26 giugno 2013, con delibera 18592, la CONSOB regolamentava e autorizzava i portali di raccolta equity crowdfunding, aprendo così ufficialmente la strada ad una forma di finanziamento dal basso che vede gli investitori acquistare quote del progetto imprenditoriale economicamente supportato.

Analizzando i dati relativi a maggio 2015, il numero delle start-up presenti sul territorio italiano è pari a 4.012, le quali si concentrano soprattutto nel nord del paese (in particolare in Lombardia dove si registrano 876 start-up). L'unica eccezione è rappresentata dal Lazio dove si registrano 390 imprese.

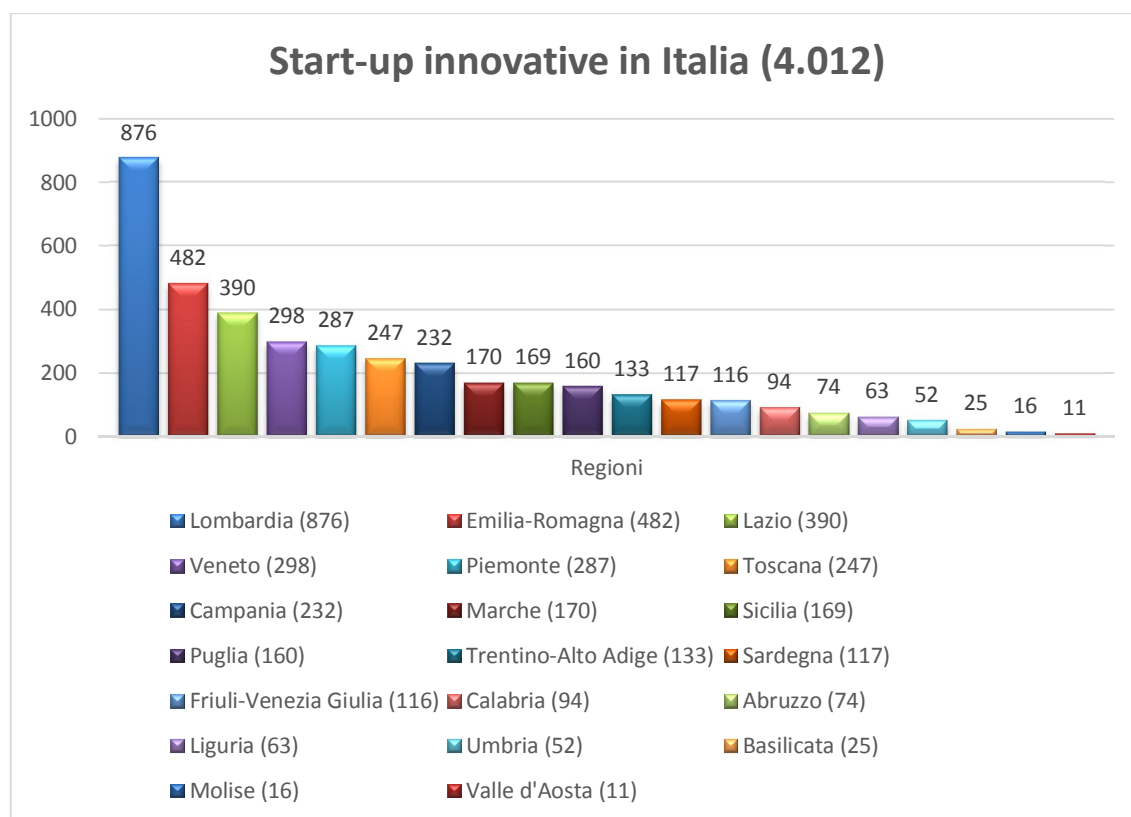


Fig. 8: Infografica sulle start-up innovative in Italia. Fonte: registroimprese.it (2015)

Si registrano 1,31 milioni di euro raccolti in poco più di un anno, 15 portali di cui 6 attivi, 24 progetti pubblicati, 4 dei quali si sono conclusi con successo e altri 13 attualmente in corso. In particolare abbiamo da un lato il caso Paulownia che ha realizzato il target di 520 mila euro in 56 giorni, chiudendo il finanziamento con 50 giorni di anticipo rispetto al termine prefissato, dall' altro il caso Face4Job, start-up attiva nel reclutamento del personale, che ha raggiunto solo il 4% dei 250 mila euro stabiliti come soglia di finanziamento. Di seguito si riportano i dati relativi ai progetti pubblicati da parte dei 6 portali di equity crowdfunding attivi, (aggiornati a maggio 2015).

	Pubblicati	Finanziati	Non finanziati	In essere
StarsUp.it	12	2	4	6
AssitecaCrowd.com	3	1	0	2
UnicaSeed.it	4	1	3	0
Smarthub.ue	1	0	0	1
NextEquity.it	2	0	0	2
CrowdFundMe.it	2	0	0	2
	24	4	7	13

Fig. 9: Portali attivi e progetti pubblicati²². Fonte: Osservatorio sul crowdfunding – Politecnico di Milano (2015)

Il capitale raccolto, relativamente alle sole campagne concluse con successo, è pari a 1.310.000 euro.

I progetti che hanno raggiunto il *deal* sono 4 e si muovono in contesti differenti:

- *Cantiere Savona*, che progetta e costruisce imbarcazioni di lusso a propulsione solare e che ha raccolto 380 mila euro; il 30% dei 44 investitori sono sardi proprio come l'azienda;
- *Diaman Tech*, che si occupa della creazione di software finanziari e che ha raccolto 160 mila euro da 75 investitori, con un impegno medio di 2 mila euro ciascuno, provenienti per lo più dalle regioni settentrionali. L'azienda è ubicata nel Veneto ed opera nel comparto finanziario, vicina per affinità di business alle piazze del Nord;
- *Paulownia Social Project*, attiva nel campo delle piantagioni, la quale può vantare il titolo di prima start-up a vocazione sociale ad essere stata finanziata con l'equity. L'azienda ha base in Sicilia e ha raccolto 520 mila euro, di cui un terzo provenienti dal meridione. Alla raccolta hanno partecipato 12 investitori con una media di circa 43 mila euro ognuno;
- *Nova Somor*, start-up riminese che nasce per sviluppare prodotti basati sulle tecnologie solari termodinamiche a bassa temperatura, e che ha

²² L'equity crowdfunding in Italia: i numeri <http://www.finanzeaziendale.polimi.it/equitycf/equitycf.html>

raccolto 250 mila euro necessari per lanciare il progetto della Eliopompa NS1.

Il modello dell'equity funziona ma c'è ancora molto da fare. L'equity sta dimostrando di poter funzionare egregiamente, purché il progetto imprenditoriale sia comprensibile agli investitori. Per quanto riguarda la possibilità di estendere l'equity anche alle aziende non innovative può essere ripreso il commento fatto dall'avvocato Alessandro Lerro, esperto di crowdfunding e advisor di Paulownia Social Project S.r.l., il quale afferma che: *“la possibilità di estendere l'equity anche alle aziende non innovative dipende fortemente dalla volontà del Ministero dello Sviluppo Economico, molto attento a queste tematiche; la mia speranza è che si vada presto in questa direzione”*.

Per quanto riguarda l'estensione dell'equity crowdfunding alle aziende municipalizzate, si intravedono poche possibilità; un vantaggio sarebbe quello del coinvolgimento dei cittadini, ma allo stesso tempo questo è pregiudicato dalla scarsa predisposizione all'apertura ai capitali privati che spesso le aziende partecipate dalla cosa pubblica manifestano.

Altro elemento utile allo sviluppo dello strumento è costituito dalle banche che in futuro potrebbero inserire tra i propri prodotti anche gli investimenti in equity crowdfunding.

Al momento non c'è un grosso mercato, infatti quattro progetti finanziati non sono una quantità sufficiente per coinvolgere le banche; in ogni caso, la possibilità di inserire nella propria offerta di prodotti finanziari anche dei progetti di equity crowdfunding costituisce una valida opportunità, sia per i clienti, che possono diversificare il proprio portafoglio, sia per le banche, che possono offrire prodotti inediti ai clienti meno avversi al rischio.

Il binomio “equity – start-up innovativa”, rappresenta ancora un limite da valicare, infatti non tutti gli investitori sono in grado di apprezzare e comprendere pienamente un progetto potenzialmente rivoluzionario. Anche in questo caso, estendere l'equity alle aziende tradizionali aiuta a contestualizzare lo strumento e a creare un maggiore consenso (Lerro, 2015).

Come già detto in precedenza, quattro casi di successo sono pochi per poter creare dei parallelismi e individuare i fattori di successo. Tuttavia l'analisi dei progetti finanziati suggerisce che assumono sicuramente importanza l'ambito, il territorio e l'entità della somma raccolta. In ogni caso le regole da seguire per una campagna di successo sono poche e poco chiare; chi promuove una campagna di equity deve lavorare con intensità online e offline per spiegare l'entità del progetto al fine di convincere operatori finanziari e sottoscrittori a muoversi con disinvoltura in uno scenario di investimento ad alto rischio, che può essere almeno in parte limitato dalla bontà intrinseca del business. È il caso di Paulownia la quale, al momento dell'inizio della campagna di equity, aveva già ricevuto ordinazioni dai clienti. Questo elemento ha convinto parte degli investitori che il rischio potesse essere affrontato.

Alla base dello sviluppo dell'equity c'è la diffusione della corretta cultura e della corretta educazione: i primi progetti finanziati dimostrano che lo strumento è valido e applicabile, anche se i dati evidenziano come gli investitori siano pochi e per lo più professionali. A tal proposito, prendendo spunto dai quattro progetti giunti all'obiettivo, si evidenzia come di "crowd" ce ne sia ben poco: nel caso di Paulownia 140 mila euro (27% del target) sono stati sottoscritti da un investitore professionale, mentre Cantiere Savona ha ricevuto, in un'unica sottoscrizione, un versamento da 100 mila euro (ancora una volta il 27% del totale). Questo dimostra come siano gli investitori professionali a gradire l'equity, che talvolta riescono ad influenzare anche gli investitori retail.

Come già accennato, affinché un obiettivo di raccolta si possa definire raggiunto, oltre a coprire l'intera somma richiesta, almeno il 5% di questa deve essere sottoscritta da un investitore professionale. Potenzialmente questo può rappresentare un limite, ma fino ad ora non ha condizionato i progetti pubblicati.

Alessandro Lerro ritiene che questa sia una regola inutile poiché l'investitore professionale non è obbligato a mantenere la partecipazione e la può cedere anche il giorno dopo. Quindi non svolge un ruolo di mentore o promotore del progetto coinvolto al 100%. Infatti, un investitore professionale opera in logica di portafoglio, cioè diversifica gli investimenti in modo da bilanciare il rischio.

L'investitore retail che segue l'esempio dell'investitore professionale, non conosce il portafoglio di quest'ultimo, né ha un portafoglio personale, quindi la decisione di seguire l'esempio dell'investitore professionale non ha alcuna logica. L'unica certezza ad oggi, è la necessità di creare e condividere la cultura dell'investimento tra i piccoli e i medi risparmiatori, ossia coloro che di norma sono meno propensi al rischio (Mosca, 2014).

Capitolo III

IL CASO STARSUP SRL

3.1 La storia di StarsUp S.r.l.

Per una chiara e corretta comprensione del fenomeno dell'equity crowdfunding in Italia, è opportuno andare ad analizzare un caso specifico: il portale StarsUp, gestito dalla Società StarsUp S.r.l., costituita nel luglio 2013, con sede a Livorno; è stato il primo portale a ottenere l'iscrizione nel Registro dei portali online per la raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative (delibera di iscrizione Consob n.18681 del 18/10/2013).

Il seguente elaborato è stato realizzato grazie alla collaborazione del Dott. Matteo Piras, presidente e co-fondatore di StarsUp S.r.l.

StarsUp nasce grazie all'iniziativa di tre dottori commercialisti, Carlo e Matteo Piras, con studio in Sardegna e Toscana e il romano Alessandro Scutti, ognuno dei quali con più di venti anni di attività professionale alle spalle. Nel corso della loro attività, i tre dottori commercialisti si sono trovati costantemente a contatto con aziende e neo-imprese e hanno avuto la possibilità di toccare con mano tutte le difficoltà che queste realtà dovevano affrontare nel reperire fondi, da qui l'idea di creare uno strumento utile in un momento di difficoltà per il nostro Paese.

In particolare, StarsUp nasce a seguito di un'attenta e recente analisi relativa al sistema imprenditoriale italiano, svolta dai promotori dell'iniziativa. Relativamente a tale analisi, sul sito www.starsup.it, il team di StarsUp ha osservato che:

- Un vasto numero di imprese non quotate, organizzazioni o imprenditori avrebbe bisogno di capitale per poter avviare e/o sviluppare progetti imprenditoriali validi, anche a carattere sociale, che però spesso rimangono incompiuti. Infatti, anche per le iniziative più rilevanti, la raccolta di capitali rappresenta la fase più difficile da superare e di conseguenza molte imprese “potenzialmente di grande successo” non riescono a decollare;

- Molti soggetti, siano essi investitori professionali o persone fisiche, sono in possesso di liquidità finanziaria, anche in piccola quantità, che investirebbero volentieri in iniziative imprenditoriali o sociali di loro gradimento, per diversificare il proprio portafoglio di investimento, per ottenere un eventuale beneficio economico futuro, per spirito imprenditoriale o volontà di far parte di una iniziativa di successo. Spesso però questi soggetti non sanno dell'esistenza di queste iniziative potenzialmente valide.

StarsUp nasce proprio per rispondere a queste esigenze, tramite l'utilizzo dello strumento del crowdfunding, ed in particolare dell'equity crowdfunding.

Ciò che ha spinto i fondatori di StarsUp a dar seguito alla loro idea iniziale fu l'entrata in vigore del Decreto Crescita 2.0 e quindi l'adozione da parte dell'Italia di una normativa che andasse a disciplinare lo strumento dell'equity crowdfunding. In questo modo hanno adattato la loro idea al modello concepito dal Legislatore. I tre fondatori non hanno abbandonato la loro professione di dottori commercialisti, ma hanno comunque intrapreso questa iniziativa impegnandosi a fondo per poter essere tra i primi a debuttare in questo mercato emergente. La domanda di iscrizione al Registro venne presentata il 10 agosto 2013 e nel settembre dello stesso anno la Consob comunicò di aver iniziato il procedimento di istruttoria su StarsUp e fu in quel momento che i tre fondatori appresero, con grande stupore, di essere stati i primi e i soli a proporsi per l'iscrizione nel Registro. Il 18 ottobre del 2013 arriva l'autorizzazione della Consob e il 28 gennaio 2014 si assiste al go live sul web. StarsUp è riuscita inoltre a debuttare in tempi brevi dato che al momento della delibera Consob, i lavori relativi alla realizzazione della piattaforma web e all'accordo operativo con la banca partner (Banco Popolare) erano già a buon punto.

Nella relazione iniziale presentata alla Consob, l'obiettivo di StarsUp, per il primo anno, era quello di arrivare a pubblicare quindici progetti sul portale. Tuttavia, le campagne di raccolta lanciate da StarsUp nel suo primo anno di attività (2014) ammontano a 7, quindi meno della metà del target prefissato. Nonostante ciò, i numeri di StarsUp sono i più alti fatti registrare sul mercato

italiano (sulla base dei dati aggiornati a maggio 2015 il numero dei progetti pubblicati è salito a 12). Delle offerte che si sono chiuse, 2 sono quelle che hanno raggiunto l'obiettivo di raccolta prefissato, quindi con un tasso di successo del 30% circa, che può essere considerato soddisfacente anche se andrebbe valutato su un numero maggiore di emissioni. A fronte delle 7 offerte pubblicate nel 2014, sono stati raccolti circa 700 mila euro e gli utenti registrati sul portale, che seguono le campagne come potenziali investitori, sono circa 2.700. La difficoltà principale incontrata dalla società nel primo anno di vita è legata all'operatività bancaria per gli investimenti cosiddetti "sopra soglia", ossia, chiunque volesse investire da 500 euro in su (5.000 euro se persona giuridica) deve sottoporsi obbligatoriamente alla procedura Mifid che, in base all'accordo operativo redatto, può essere effettuata solo da Banco Popolare e Credito Bergamasco, quali banche in cui si realizza la raccolta. La procedura prevede che l'investitore debba aprire un nuovo conto corrente (a meno che non lo abbia già) presso tali banche. I fondatori di StarsUp hanno studiato una modalità alternativa in cui è la banca dell'investitore ad applicare i presidi Mifid. Nonostante la Consob abbia risposto positivamente a questa proposta, non è ancora stato possibile allargare l'operatività del portale a tutto il sistema bancario e ovviamente questo rappresenta un ostacolo alla diffusione dello strumento. Il Team di StarsUp ritiene che un ulteriore aiuto potrebbe pervenire da una modifica della regolamentazione che aumenti le soglie di esenzione, al momento basse, ma questo richiederebbe una deroga ad una direttiva comunitaria, difficilmente realizzabile.

A prescindere dal successo della raccolta, è importante sottolineare che StarsUp può contare sul suo tratto distintivo, ossia essere la prima piattaforma, in Italia e nel mondo, autorizzata per questa attività, sulla base di una normativa ad hoc da parte della Consob, inoltre la qualità dei progetti lanciati ha fatto sì che tutto il portafoglio di start-up proposte abbia avuto comunque una grande considerazione da parte del mercato, che non esisteva fino a poco più di un anno fa. Le sottoscrizioni sono state 87 ed esprimono una provenienza geografica ampia (rappresentata da 13 regioni italiane e 2 investitori esteri), un interesse

trasversale a tutte le fasce di età (da 18 a 76 anni) e un grado di accessibilità a chiunque (investimenti da 400 a 150.000 euro).

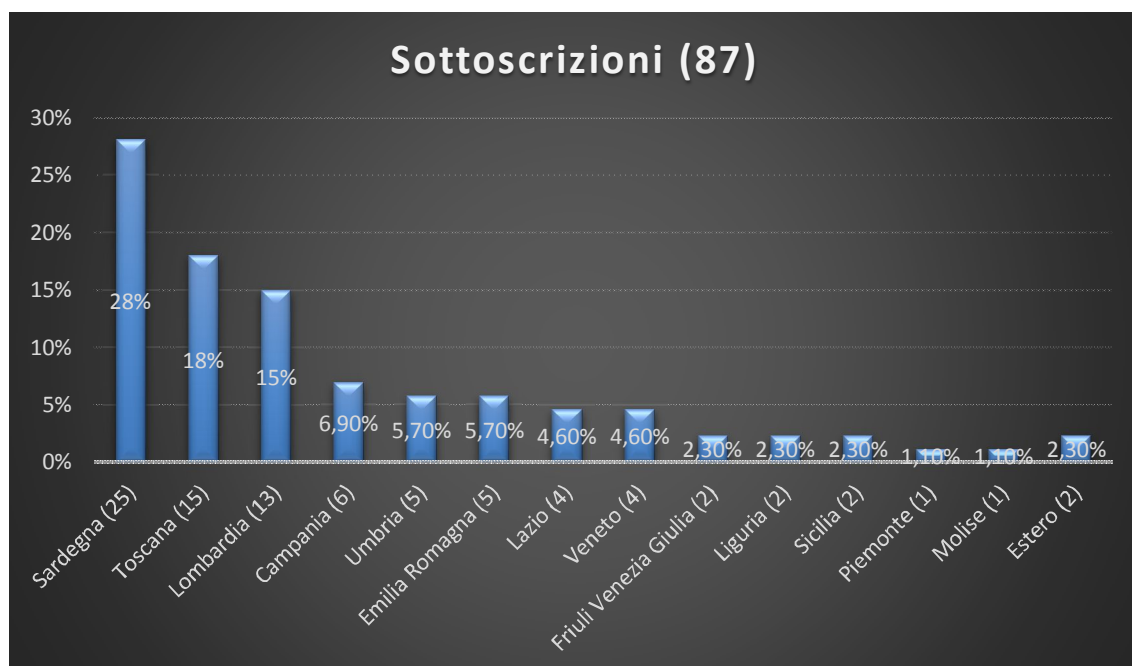


Fig. 10: Sottoscrizioni 2014 sul portale StarsUp. Fonte: www.starsup.it

StarsUp, consapevole della sua forza, evidenzia espressamente sul proprio sito i punti di forza che la caratterizzano, specificando che affidarsi a StarsUp significa:

- Per le start-up:
 - Una piattaforma “innovativa” e leader di mercato;
 - Un team di professionisti che aiutano a valutare l’iniziativa;
 - Una via di accesso semplice e conosciuta per la raccolta di capitali;
 - Una base di investitori professionali che possono essere interessati all’iniziativa;
 - Un costo “congruo” e comunque parametrato al servizio offerto;
 - Una notevole diffusione e visibilità del proprio progetto imprenditoriale;
 - Un network di professionalità diffuso su tutto il territorio nazionale;

- La possibilità di essere seguiti prima, durante e dopo la raccolta;
- Entrare a far parte di una community stimolante e generatrice di continue opportunità;
- Per gli investitori:
 - Massima trasparenza su tutte le informazioni e soprattutto sui rischi legati all'investimento;
 - Una via di accesso semplice e conosciuta per investire in progetti interessanti;
 - Un portafoglio di progetti da finanziare sempre aggiornato;
 - Un team di professionisti che seguono varie fasi dell'iniziativa su cui si investe;
 - Nessuna commissione di sottoscrizione da parte degli investitori;
 - L'autorizzazione Consob;
 - Entrare a far parte di una community stimolante e generatrice di continue occasioni di investimento.

Al di là della funzione attribuita dalla disciplina normativa, il portale può giocare un ruolo attivo per contribuire al successo della raccolta e a tal proposito, Matteo Piras sottolinea come la piattaforma non “promuova” direttamente le singole emissioni, ma è chiaro che quanto più la piattaforma è in grado di attrarre interesse, tanto più tale interesse ricadrà sui progetti pubblicati di volta in volta sul portale. Infatti, StarsUp sta lavorando moltissimo sulla costruzione di una community propria, interessata e numerosa, in modo tale che possa rappresentare un fattore distintivo in grado di contribuire (sommandosi di volta in volta alle singole community degli emittenti) al successo delle raccolte proposte e alla visibilità delle singole iniziative.

Il mercato risulta comunque sottodimensionato rispetto al potenziale, infatti il numero di campagne pubblicate sulla piattaforma risulta ad oggi piuttosto limitato considerando che le start-up innovative iscritte nell'apposito registro sono quasi 4 mila. Il mercato è sicuramente agli inizi e quindi non si conoscono ancora in modo dettagliato le caratteristiche e le necessità di tutti i potenziali investitori. Va considerato il fatto che fino a poco più di un anno fa questo

strumento non esisteva e non era possibile per una S.r.l. offrire a un pubblico indistinto, per di più online, quote del proprio capitale. Il fatto che una quindicina di realtà si siano avvicinate a questo strumento, e che altre siano in procinto di farlo, rappresenta comunque un buon punto di partenza. Pertanto, a prescindere dal fatto che non tutte le start-up innovative iscritte al registro hanno la necessità di uno strumento come l'equity crowdfunding, quello che ancora manca è una conoscenza dello strumento dal lato dell'offerta che, così come dal lato della domanda, deve ancora essere assimilato e diventare di uso comune.

Il fatto che a gennaio 2015 sia stato approvato un decreto legge che ha esteso la possibilità di ricorrere all'equity crowdfunding anche alle PMI innovative, dimostra come anche il legislatore riponga fiducia nello strumento. Piras ritiene che questo possa contribuire allo sviluppo del mercato e che questa estensione possa rivelarsi molto importante per StarsUp e per le altre piattaforme, soprattutto nel medio termine, in quanto richiederà la necessaria meditazione e assimilazione da parte del mercato e potrà convogliare sullo strumento l'attenzione di realtà sempre più importanti.

3.2 Le modalità di pubblicazione di un progetto su StarsUp

StarsUp spiega sul proprio sito come lo strumento dell'equity crowdfunding possa *“rappresentare una grande opportunità per coloro che hanno una buona idea e intendono provare a farne un'impresa, a carattere tecnologico o sociale”*. Per questa ragione, è necessario, prima di tutto, valutare l'opportunità di ricorrere a tale strumento. La possibilità offerta dal legislatore è sicuramente molto interessante, tuttavia prima di raccogliere il capitale di rischio della propria società attraverso apporto esterno, è necessario valutare attentamente i pro e i contro.

Prima di proporsi al portale, è quindi necessario ponderare bene la propria scelta dovendo anche considerare il “salto culturale” necessario nella gestione della propria impresa e del proprio progetto derivante dalla “nuova governance”.

Quindi la start-up che intende proporre la propria idea imprenditoriale deve:

- Predisporre organizzativamente;
- Avere una forte convinzione ad adottare lo strumento;
- Sapersi in prima persona nell'idea e nel progetto che propone;
- Determinare il fabbisogno;

Sul portale vengono quindi riportati tutti gli adempimenti necessari affinché la start-up possa vedersi pubblicato il proprio progetto. Prima di tutto lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente devono prevedere:

- i. Il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi, in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate al comma 2, art. 24 del Regolamento Consob che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale. Tali diritti sono riconosciuti per il periodo in cui sussistono i requisiti previsti dall'articolo 25, commi 2 e 4, del Decreto Crescita 2.0, e comunque per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta;
- ii. La comunicazione alla società, nonché la pubblicazione dei patti parasociali nel sito internet dell'emittente.

Inoltre, per quanto riguarda gli adempimenti societari, prima di offrire strumenti finanziari rappresentativi del proprio capitale è necessario che l'organo amministrativo dell'azienda si sia espresso in tal senso (delibera di aumento del capitale sociale ai sensi degli art. 2438 e 2481 del Codice Civile).

Ai fini dell'utilizzo dello strumento, le imprese devono poi predisporre, in modo comprensibile e trasparente, la documentazione necessaria per proporre la propria offerta. In particolare i documenti richiesti sono: il business plan, una dettagliata presentazione dei componenti del team che propone e seguirà il progetto, un documento informativo (in genere di 5 pagine, redatto secondo lo schema di cui all'allegato 3 del Regolamento Consob). Inoltre, è necessario predisporre altro materiale utile alla presentazione dell'iniziativa (ad esempio un video di presentazione, foto, ecc.). Relativamente al business plan, in generale,

non esiste un modello standard da seguire per la sua stesura; in particolare il business plan richiesto da StarsUp ha l'obbligo di essere composto di quattro parti:

1. Una parte descrittiva (executive summary), in cui si presentano l'impresa e i suoi protagonisti, l'iniziativa proposta, caratteristiche del nuovo prodotto/servizio che si intende realizzare e dei bisogni di mercato che si intendono soddisfare, il mercato di sbocco e la concorrenza (comparables), l'organizzazione dei fattori produttivi (lavoro, capitale e know-how), le risorse finanziarie, ecc.;
2. Una parte numerica, relativa alla stesura di conti economici prospettici;
3. Una parte dedicata alla cosiddetta "lista della spesa", ossia come la start-up intende utilizzare i fondi raccolti.
4. Una parte relativa alla valutazione della quota di capitale posta in equity, la quale deve essere ricondotta a un metodo riconosciuto professionalmente.

Quindi la base di partenza per la valutazione di un'offerta è la solidità del business plan, ma in particolare l'elemento principale a cui StarsUp attribuisce maggiore importanza ai fini della valutazione dell'offerta è la redditività prospettica, ossia la capacità della start-up innovativa di produrre reddito in futuro.

Se il business plan viene approvato, viene redatto il documento informativo relativo all'offerta pubblica di sottoscrizione delle quote di nuova emissione, negoziate esclusivamente sul portale. È un documento molto tecnico ed è redatto conformemente a quanto previsto dall'allegato n. 3 del Regolamento Consob 18592/2013, in cui sono riportate le condizioni generali dell'offerta, indicando i destinatari; inoltre si riportano informazioni sulla quota eventualmente già sottoscritta da parte degli investitori professionali e gli eventuali costi e commissioni posti a carico degli investitori.

Una volta preso atto di tutte queste considerazioni, se la start-up innovativa decide di ricorrere allo strumento dell'equity crowdfunding per finanziare il

proprio progetto, StarsUp prevede un percorso composto da varie fasi che possono essere indicate come segue:

1. La registrazione sul portale: attraverso la quale ogni impresa indica sul sito il proprio nome, cognome, e-mail e accetta i termini di utilizzo e privacy;
2. Contattare il team di StarsUp: una volta registratasi e compilata l'apposita scheda, l'impresa deve contattare il team di StarsUp all'indirizzo progetti@starsup.it e verificare il possesso dei requisiti necessari, affinché possa pubblicare un offerta sul portale. Dal 2013 a oggi le imprese che hanno contattato StarsUp sono state circa 100. In genere le imprese traggono il contatto principalmente da due fonti: direttamente dal portale oppure in occasione di un evento pubblico al quale il team di StarsUp partecipa, come i numerosi interventi in vari convegni e anche in un talk show;
3. Requisiti necessari alla pubblicazione: una volta contattato il team di StarsUp, la start-up dovrà sottoporsi a una valutazione preliminare per verificare la presenza dei requisiti richiesti. In particolare, gli *investment criteria* attualmente adottati da StarsUp sono:
 - Proporre un'idea di business valida, duratura, comprensibile al largo pubblico (anche a livello internazionale) e coinvolgente;
 - Avere un team di proponenti con il giusto mix di competenza ed esperienza;
 - Proporre un piano industriale chiaro, completo e basato su dati verificabili;
 - Mirare ad un equilibrio finanziario stabile e tendere ad una redditività appetibile;
 - Essere già presente con i propri prodotti/servizi sul mercato oppure avere un time-to-market ravvicinato (da 6 a 18 mesi al massimo);
 - Possedere già una *community* di *followers* apprezzabile;
 - Richiedere un investimento compreso, orientativamente tra 150.000 e 500.000 euro;

- Collocarsi in un settore che sia espressione tipica del *made in italy* (preferenziale);
- Essere un'iniziativa nata o cresciuta in un polo, acceleratore, incubatore, ateneo (preferenziale).

Il team di StarsUp si riserva la facoltà, indipendentemente dal possesso dei requisiti di legge, di decidere se pubblicare o meno un progetto sul proprio portale, tenendo conto anche della coerenza del progetto con le strategie del portale in un dato momento, ad esempio, settore di intervento, green economy, digitale, e così via, oltre alle esigenze operative di StarsUp, come la temporanea indisponibilità a seguire con attenzione e in modo adeguato il progetto. Da ciò si evince come i criteri di valutazione dell'offerta adottati da StarsUp abbiano un carattere soggettivo, e questo è dovuto talvolta anche a ragioni di carattere organizzativo e/o alla decisione di non pubblicare un numero eccessivo di progetti sul portale. In ogni caso la mancata pubblicazione di un progetto sul portale non deve tradursi necessariamente in una valutazione negativa delle potenzialità del progetto imprenditoriale e infatti non preclude possibili pubblicazioni future.

4. Analisi formale della documentazione societaria: ovviamente i criteri di cui al punto precedente si aggiungono alle verifiche obbligatorie ex lege quali, ad esempio:

- Verifica dell'iscrizione della start-up nella sezione speciale del Registro delle imprese di cui all'art. 2188 del Codice Civile;
- Verifica del periodo di durata della disciplina speciale, ex art. 25 del Decreto legislativo n. 179/12;
- Verifica delle condizioni preliminari per l'aumento di capitale previste dagli art. 2438 e 2481 del Codice Civile;
- Analisi dell'atto costitutivo e dello statuto societario ed individuazione delle modifiche da adottare per la raccolta on-line.

Se la verifica va a buon fine si passa alla fase successiva:

5. Predisposizione della documentazione richiesta per la pubblicazione dell'offerta: StarsUp svolge questa attività collaborando con il legale, il commercialista ed il notaio scelti dall'emittente e, in breve, essa consiste nel supporto nella predisposizione delle delibere societarie riguardanti gli eventuali adeguamenti statutari, affiancamento nella predisposizione delle delibere societarie riguardanti l'aumento di capitale, affiancamento nella predisposizione del documento informativo, affiancamento nella predisposizione dei documenti ulteriori richiesti dal Regolamento, verifica dell'adeguatezza informativa e comunicativa del business plan e degli altri documenti prodotti dall'emittente (ad esempio curriculum, video, social, ecc.), controllo degli ulteriori documenti richiesti dal Regolamento Consob.
6. Pubblicazione del progetto sul portale: la start-up, a questo punto, può accedere all'area riservata al proprio progetto dove va a inserire negli appositi spazi le informazioni richieste (capitale richiesto, tempo di offerta, ecc.) e carica il materiale relativo al progetto (descrizione del progetto, video-registrazione, business plan, profilo dei soci, documento informativo, ecc.).



Prima di giungere alla fase finale è importante sottolineare come durante l'offerta la start-up possa comunque rivolgersi al team di StarsUp per verificare l'andamento della raccolta, aggiornare le informazioni qualora fosse necessario e dialogare direttamente con i potenziali investitori tramite l'apposita finestra di dialogo fornita dal portale. Inoltre è necessario creare interesse intorno all'iniziativa proposta e per far questo non è sufficiente pubblicare il progetto sul portale ma sarà necessario promuovere adeguatamente la propria iniziativa:


- Coinvolgendo la propria community di riferimento, ossia tutti coloro con cui si è "connessi" in quanto direttamente interessati all'andamento dell'impresa o soltanto perché relazionati ad essa o ai promotori;
- Utilizzando i propri canali di (social) networking;


- Spendendosi in prima persona per il successo della propria campagna;
- Ricordandosi che non sempre si investe per “comprare” qualcosa ma talvolta per “partecipare” a qualcosa.

È importante sottolineare, infine, come una campagna di crowdfunding non debba essere vista solo come un modo per raccogliere risorse finanziarie, ma anche come un importante strumento di marketing per promuovere la propria iniziativa.

7. Esito della raccolta: se l’offerta pubblicata sul portale si conclude con successo, ne viene data la notizia nell’apposito box progetto presente nella home page del portale, mediante la scritta “progetto concluso con il successo del finanziamento” e la percentuale indicata nella casella “percentuale raccolta” sarà 100%, come si può vedere nell’esempio riportato di seguito.



CANTIERE SAVONA SRL


TUTTE LE OFFERTE +

Il progetto si è concluso con il successo del finanziamento.

€ 380.000	CAPITALE RACCOLTO
€ 380.000	CAPITALE RICHIESTO
100%	PERCENTUALE RACCOLTA
-	GIORNI SCADENZA
44	NUMERO ADESIONI
0	ORDINI IN ATTESA

Fig. 11: Box progetto Cantiere Savona S.r.l. Fonte: www.starsup.it (2015).

Nel caso in cui nel box progetto sia presente la dicitura “overfunding”, questo significa esclusivamente che l’ammontare delle offerte ha superato quello della richiesta, pertanto l’offerta è chiusa positivamente ma alcuni ordini (gli ultimi) non potranno essere eseguiti e le rispettive somme, eventualmente bonificate, saranno restituite ai rispettivi sottoscrittori senza che questi debbano sostenere alcuna spesa.

Il profitto di StarsUp è rappresentato da una *success fee*, ossia da una commissione in percentuale sul capitale raccolto e variabile a seconda dell’offerta, che viene riconosciuta al portale solo in caso di esito positivo della raccolta. Tale commissione verrà corrisposta a StarsUp al momento in cui sarà dato corso all’aumento di capitale dell’emittente.

Entro i 30 giorni successivi la chiusura dell’offerta l’organo amministrativo della società emittente dovrà darne pubblicità presso il competente Registro Imprese della Camera di Commercio attraverso il deposito delle comunicazioni relative al nuovo capitale sociale e al nuovo elenco soci. Una volta ottenuta la disponibilità delle risorse necessarie il progetto dovrà essere avviato secondo quanto comunicato in sede di offerta nella documentazione predisposta, in relazione sia ai tempi che alle modalità.

La “nuova” società dovrà informare periodicamente tutti i soci dell’andamento dell’iniziativa, soprattutto i soci che non si occupano dello sviluppo del progetto. Nel caso in cui la raccolta non dovesse andare a buon fine, StarsUp non percepisce alcuna commissione e si cerca di valutare insieme all’emittente le alternative possibili, tra le quali anche quella di prorogare la scadenza dell’offerta.

3.3 Le modalità per investire in un progetto pubblicato su StarsUp

Come per le start-up che intendono pubblicare il proprio progetto sul portale, anche per gli investitori sono previsti una serie di step da superare per poter investire in modo consapevole in un progetto in cui credono. Per investire in un

progetto è necessario, prima di tutto, accedere al portale di StarsUp dove si possono trovare tutte le informazioni necessarie relativamente alle offerte pubblicate. Va sottolineato come il sito presenti una grafica molto semplice, con varie sezioni dedicate alla presentazione del portale, alle informazioni necessarie alle start-up innovative affinché possano pubblicare un progetto e quelle necessarie agli investitori in modo che possano effettuare un investimento consapevole. In particolare, in quest'ultima sezione sono indicate le informazioni relative alla normativa di riferimento, ai rischi di investimento e alle agevolazioni fiscali. Nella home del sito viene dato ampio spazio ai progetti pubblicati, per i quali viene indicato l'ammontare del capitale raccolto fino a quel momento, il capitale richiesto e i giorni che rimangono prima di arrivare alla scadenza prefissata. Cliccando su una delle offerte pubblicate sul sito si entra nel relativo box progetto dove sono riportate tutte le informazioni e la documentazione (richiesta dal portale per la pubblicazione) relative al progetto.

Il percorso di investimento per gli investitori non professionali è particolarmente rigoroso e mira a tutelare i soggetti dai rischi in cui possono incorrere. Infatti, dalle parole del presidente di StarsUp Matteo Piras *“gli investitori tramite equity crowdfunding possono andare dalla “signora Maria” fino al banchiere d'affari. Sono moltissimi quindi i profili che possono essere considerati sprovveduti e che, per questo, devono essere tutelati allo spasimo”*. Nonostante queste necessità, la procedura presenta una struttura flessibile ed efficiente permettendo a chiunque di poter investire e quindi finanziare il progetto in cui crede, semplicemente tramite il web.

Pertanto, per investire in un progetto sono previsti diversi passaggi che possono essere elencati come segue:

1. Fase di registrazione: così come per l'impresa emittente che intende pubblicare la propria offerta, il primo passo del percorso di investimento è la registrazione sul sito di StarsUp indicando nome, cognome ed e-mail ed accettando i termini di utilizzo e privacy. Dopo la registrazione, il potenziale investitore avrà accesso a tutte le sezioni presenti sul portale e in particolare alla sezione “informazione per gli investitori”, nella quale

potrà trovare tutte le informazioni relative alla normativa di riferimento (in particolare art. 14 e 15 del Regolamento Consob) che lo mette al corrente dei principali rischi dell'investimento in start-up innovative (rischio di perdita del capitale, rischio di illiquidità, mancanza iniziale di dividendi), della possibilità di esercitare il diritto di recesso e di revoca e le relative modalità di esercizio, delle modalità per la gestione degli ordini relativi agli strumenti finanziari offerti dal portale, degli eventuali costi a carico degli investitori, delle misure per ridurre e gestire i rischi di frode e i conflitti di interesse nonché quelle predisposte per la trattazione dei reclami, ecc. e anche all'apposita sezione di "investor education", ossia un percorso di investimento consapevole previsto da Consob . Un'altra sezione di particolare interesse per un potenziale investitore è quella dedicata alle agevolazioni, infatti, è previsto che gli investitori, persone fisiche o società, che nel quadriennio 2013-2016 sceglieranno di finanziare le iniziative selezionate e proposte dal team di StarsUp, possono beneficiare di agevolazioni fiscali. In particolare le persone fisiche hanno diritto a detrarre nella loro dichiarazione dei redditi annuale un importo pari al 19% di quanto investito nel capitale sociale di una o più start-up innovative. La percentuale di detrazione può arrivare al 25% nel caso di investimenti in start-up innovative a vocazione sociale o in quelle che sviluppano e commercializzano esclusivamente prodotti innovativi ad alto contenuto tecnologico in campo energetico. Per applicare la detrazione è previsto un limite massimo di investimento pari a 500.000 euro annui, ed un periodo minimo di mantenimento dell'investimento pari a due anni. Anche le società che investono in start-up innovative possono godere di un regime fiscale di favore potendo escludere dal reddito imponibile un importo pari al 20% di quanto investito nel capitale sociale di una o più start-up innovative, che può essere elevato al 27% nel caso di investimenti in start-up innovative a vocazione sociale o in quelle che sviluppano e commercializzano esclusivamente prodotti innovativi ad alto contenuto tecnologico in campo energetico. Anche per le società è

previsto un limite massimo di investimento, pari a 1.800.000 euro annui, ed è richiesto il mantenimento dell'investimento per almeno due anni.

2. Scelta del progetto in cui investire: sulla home del portale viene data ampia visibilità alle offerte in corso, dove viene indicato il nome dell'azienda, il target di raccolta da raggiungere, la percentuale di capitale raccolto fino a quel momento e la scadenza dell'offerta.

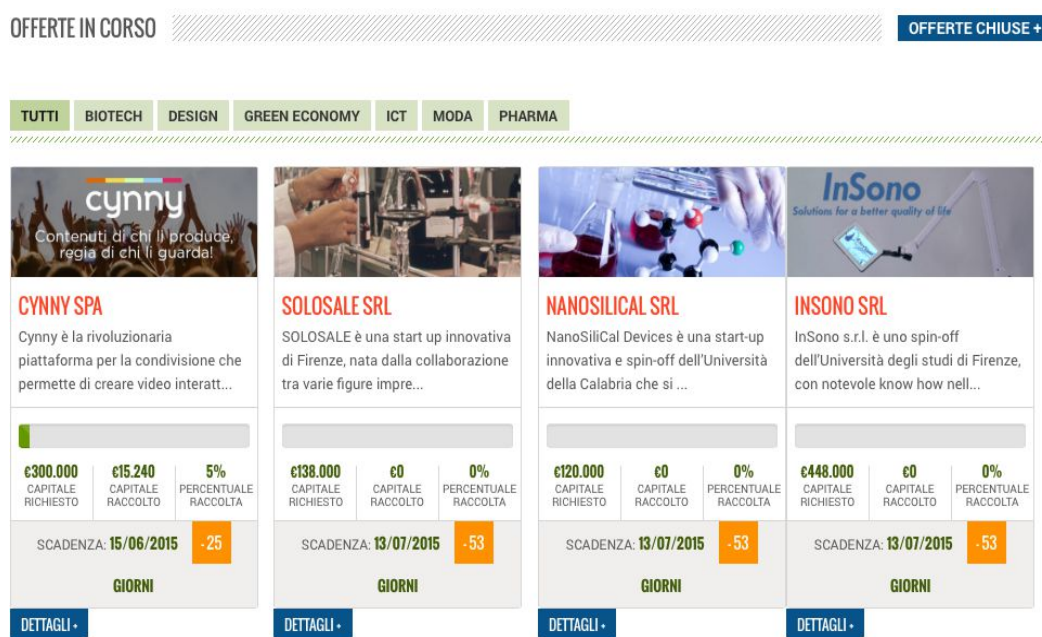


Fig. 12: Offerte pubblicate su StarsUp. Fonte: www.starsup.it (2015).

Cliccando su una delle offerte, l'investitore può valutare in modo approfondito il progetto. Nel box progetto l'investitore potrà trovare tutte le informazioni relative al progetto stesso e ai membri che compongono il team, i curriculum vitae di ciascuno di essi e i rispettivi recapiti. L'emittente, inoltre, mette a disposizione dell'investitore, tramite il portale, un video di presentazione e una serie di documenti quali, in primis, il business plan relativo al progetto da realizzare e il documento informativo. Al fine di fornire più informazioni possibili al potenziale investitore, vengono inseriti ulteriori documenti come la visura camerale, il verbale dell'assemblea per la delibera di aumento di capitale sociale e le FAQ. Inoltre, qualora lo si ritenga opportuno, è prevista la possibilità per l'investitore di richiedere informazioni e confrontarsi direttamente con i

proponenti della start-up, attraverso l'apposita interfaccia di dialogo messa a disposizione da StarsUp.

3. Fase di investimento in un progetto: una volta valutata in modo approfondito tutta la documentazione messa a disposizione dall'emittente tramite il portale e una volta presa conoscenza di tutti i rischi collegati all'investimento e delle informazioni presenti sul sito, l'investitore può accedere alla sezione "investi ora" e decidere l'ammontare da investire. Tuttavia, prima di generare l'ordine, StarsUp deve assicurarsi che l'investitore retail abbia preliminarmente preso visione di tutte le informazioni necessarie ad un investimento consapevole, ai sensi dell'art. 15 comma 2 del Regolamento Consob. Quindi, per accertarsi che il soggetto abbia compreso le dinamiche e possa aderire all'offerta, StarsUp prevede la compilazione di un questionario obbligatorio, che va spuntato (con un "sì" o con un "no") e che è composto dalle seguenti domande:

- a) Sei consapevole che è opportuno che gli investimenti in attività finanziarie ad alto rischio, come quello in start-up innovative, siano adeguatamente rapportati alle tue disponibilità finanziarie?
- b) Sei a conoscenza del fatto che, ai sensi dell'articolo 13, comma 5, del Regolamento Consob adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, è possibile recedere dall'offerta senza alcuna spesa tramite una comunicazione rivolta al gestore (all'indirizzo e-mail recesso@starsup.it) entro 7 giorni decorrenti dalla data dell'ordine?
- c) Sei a conoscenza del fatto che, ai sensi dell'articolo 25, comma 2, del Regolamento Consob adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, è possibile revocare l'adesione all'offerta senza alcuna spesa quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato errore materiale concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento, tramite una comunicazione rivolta al gestore (all'indirizzo email revoca@starsup.it) entro 7 giorni

decorrenti dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori?

- d) Nel corso del processo di adesione all'offerta il team di StarsUp si è astenuto dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte pubblicate atte ad influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime?
- e) Hai preso visione delle informazioni sui conflitti di interesse connessi all'offerta contenute al punto 4.i della scheda informativa dell'offerta e delle misure predisposte dal gestore per gestire i conflitti di interesse contenute nella pagina "Informazioni per gli investitori"?
- f) Hai preso visione delle misure predisposte per assicurare il corretto trattamento dei dati personali e delle informazioni ricevute dagli investitori ai sensi del decreto legislativo 30 giugno 2003, n. 196 e successive modifiche?
- g) Autorizzi, ai fini della presente offerta, il trattamento dei dati personali e delle informazioni inviate ai sensi del decreto legislativo 30 giugno 2003, n. 196 e successive modifiche?
- h) Hai preso visione dei contenuti della pagina "Informazioni per gli investitori" accessibile dalla homepage del portale www.starsup.it?
- i) Hai preso visione del documento contenuto nella sezione di "Investor Education" del sito internet della Consob, dal titolo "Equity Crowdfunding – Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una Start-up innovativa tramite portali on-line"?
- j) Sei consapevole che l'investimento in start-up innovative comporta un elevato rischio di perdita dell'intero capitale investito?
- k) Dichiaro espressamente di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intendo effettuare?

- l) Sei consapevole che l'investimento in start-up innovative comporta un elevato rischio di illiquidità degli strumenti finanziari (quote o azioni) sottoscritti?
- m) Sei consapevole che la scelta di investire in una start-up innovativa può derivare anche dall'impatto emotivo che il progetto ha avuto al momento della presentazione dello stesso nei tuoi confronti e pertanto vada ulteriormente meditato?
- n) Hai preso visione con attenzione di tutta la documentazione relativa all'offerta, ed in particolare di tutta la documentazione accessibile dalla homepage del progetto (scheda informativa, business plan, curricula del team proponente, ecc.)?
- o) Sei a conoscenza del fatto che le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob e che l'emittente, ossia la start-up innovativa, è l'esclusiva responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni fornite?
- p) Sei a conoscenza del fatto che per una start-up innovativa vige il divieto di distribuire utili almeno per il periodo in cui si mantiene lo status di start-up innovativa (massimo 5 anni dalla iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese)?
- q) Hai preso visione dei contenuti della pagina "termini e condizioni" accessibile dalla homepage del portale www.starsup.it?
- r) Sei a conoscenza del fatto che in caso di mancato perfezionamento dell'offerta anche la tua sottoscrizione non andrà a buon fine e ti verrà rimborsato il capitale eventualmente versato?

La compilazione del questionario è una condizione necessaria per poter continuare l'investimento e generare l'ordine. In questa fase StarsUp non prevede alcun costo a carico dell'investitore. Eventuali spese a carico degli investitori per la trasmissione degli ordini a banche ed imprese di investimento, se presenti, sono indicate nella scheda informativa relativa a ciascuna offerta.

Un aspetto molto importante da sottolineare riguarda la gestione delle somme di denaro di pertinenza degli investitori da parte di StarsUp. Il portale non può detenere somme di denaro di pertinenza degli investitori né eseguire direttamente gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sul proprio portale, dovendo trasmetterli per tale scopo esclusivamente a banche o SIM. A tale proposito StarsUp ha redatto un contratto di collaborazione con Gruppo Banco Popolare, che va a gestire gli ordini trasmessi dal portale e le somme degli investitori vengono depositate su un conto corrente indisponibile intestato all'emittente, che è infruttifero di interessi e vincolato al buon esito della raccolta. Gli ordini di adesione a un'offerta vengono inoltrati da StarsUp alla banca, entro il giorno lavorativo successivo attraverso fascicolo elettronico cumulativo che comprende tutti gli ordini pervenuti entro le 16:30 della giornata. A ciascun ordine viene attribuita in automatico, all'atto della sua generazione, una marca temporale idonea a certificarne la progressività. La comunicazione con la banca avviene giornalmente tramite l'ufficio contabilità titoli di Banca Popolare a Modena. L'accordo operativo prevede che vengano trasmessi giornalmente dal gestore alla banca gli ordini ricevuti, insieme ad appositi prospetti di riepilogo e dettaglio per singola offerta. La banca provvederà il giorno successivo a comunicare a StarsUp gli ordini eseguiti e sul portale verranno aggiornati i contatori delle sottoscrizioni. Quindi, i contatori della raccolta sono sempre allineati alle risultanze dei singoli c/c vincolati accesi agli emittenti.

Le modalità e le tempistiche di esecuzione degli ordini variano a seconda che la sottoscrizione sia di importo inferiore o superiore alla soglia prevista dall'articolo 17 comma 4 del Regolamento Consob. Se l'importo è inferiore a tale soglia (ossia inferiore a 500 euro per le persone fisiche e inferiore a 5.000 euro per le persone giuridiche, e al contempo senza il superamento dei limiti annuali previsti dal Decreto Crescita 2.0 pari rispettivamente a 1000 euro per le persone fisiche e 10.000 euro per le persone giuridiche), l'investitore potrà eseguire direttamente il bonifico dal proprio conto corrente su quello intestato all'emittente e l'ordine si perfeziona con il buon esito del bonifico salva la concorrenza con gli altri

sottoscrittori in caso di overfunding. Se l'importo versato è superiore alla soglia, l'investitore, prima di compilare l'ordine via web sul portale, dovrà aprire un conto corrente con annesso "rapporto di investimento" presso una qualsiasi agenzia o filiale del Gruppo Banco Popolare nel rispetto della disciplina Mifid prevista obbligatoriamente a sua tutela.

Una volta aderito ad una offerta gli investitori hanno diritto a cambiare idea, a condizione che ciò avvenga entro i termini stabiliti, e cioè:

- Entro 7 giorni decorrenti dalla data dell'ordine, ai sensi dell'articolo 13 comma 5 del Regolamento Consob, adottato con delibera il 26 giugno 2013, senza alcuna spesa, tramite una comunicazione rivolta al gestore (all'indirizzo e-mail recesso@starsup.it)
- Entro 7 giorni dalla data in cui nuove informazioni o errori materiali sono stati portati a conoscenza degli investitori. Ai sensi dell'articolo 25, comma 2, del Regolamento Consob adottato con delibera il 26 giugno 2013, è possibile revocare l'adesione all'offerta senza alcuna spesa quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato errore materiale concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento tramite una comunicazione rivolta al gestore (all'indirizzo e-mail revoca@starsup.it).

Una volta che l'ordine di sottoscrizione si è perfezionato l'investitore può monitorare l'andamento della raccolta accedendo al portale e verificare eventuali aggiornamenti delle informazioni; inoltre può rivolgersi per qualsiasi necessità al team di StarsUp all'indirizzo investimenti@starsup.it. Se alla data della scadenza viene raggiunto il target di raccolta, l'investitore verrà contattato per le attività relative all'aumento di capitale ed al suo nuovo "status" di socio dell'emittente. Quindi se l'offerta si perfeziona si diventa a tutti gli effetti soci dell'impresa emittente in proporzione alla quota di finanziamento. Sappiamo che lo status di socio attribuisce al soggetto una serie di diritti, patrimoniali (come il diritto a percepire gli utili) e amministrativi (come il diritto di intervento e di voto nell'assemblea dei soci). Dal momento che, a seguito della conclusione della

raccolta, la start-up si troverà a dover gestire una “massa di soci” che possono intervenire in assemblea, lo statuto può prevedere:

- Quote senza diritto di voto;
- Quote con diritto di voto limitato a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni;
- Quote con diritto di voto non proporzionale alla partecipazione.

Al contrario, se l’obiettivo della raccolta non viene raggiunto, le quote sottoscritte verranno integralmente rimborsate agli investitori senza alcuna spesa a loro carico e senza il riconoscimento di interessi o penali, entro 20 giorni lavorativi dal termine ultimo previsto per l’adesione.

Affinché la raccolta di capitale possa considerarsi conclusa con successo, deve sussistere un’altra condizione secondo quanto previsto dall’articolo 24 comma 2 del Regolamento Consob, ossia è necessario che almeno il 5% dell’ammontare del capitale venga sottoscritto da parte di investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative. Le modalità di investimento in un progetto pubblicato sul portale previste per un investitore professionale rispetto a quelle per un investitore retail, variano per il fatto che all’investitore professionale non si applica la disciplina Mifid, pertanto, indipendentemente dall’importo investito non è necessaria l’apertura di un apposito conto presso il Banco Popolare per perfezionare l’ordine, non è previsto il test di appropriatezza, né il diritto di recesso e di revoca che è invece garantito all’investitore retail. In ogni caso, anche l’investitore professionale deve registrarsi sul portale, prima di poter investire, in modo da avere accesso a tutte le informazioni circa una determinata offerta, salvo la possibilità di effettuare una propria e autonoma due diligence contattando direttamente l’emittente. La ricerca di un investitore professionale è comunque rimessa alla singola impresa emittente, qualora non se ne presenti una di spontanea volontà, e quindi non rientra tra i servizi offerti da StarsUp la quale non svolge attivamente un ruolo di capital advisor. Tuttavia, la pubblicazione sul portale costituisce una vetrina importante per le emittenti e questo potrebbe attrarre degli investitori professionali.

In conclusione va sottolineato come StarsUp non abbia ancora implementato un sistema di monitoraggio. La ragione è che fino ad oggi è stato pubblicato un numero limitato di progetti e questo ha consentito di instaurare una sorta di relazione di stima con i progettisti. Ciò che frena l'implementazione di un sistema di controllo da parte di StarsUp è che nel caso in cui una start-up si rifiutasse di fornire alcuni dati, questi non possono essere richiesti forzatamente perché ciò andrebbe a minarne il rapporto. Quello che fa StarsUp, qualora l'offerta si concluda con successo, è di andare a chiedere alla start-up di istituire, pur in assenza dell'obbligo di legge, l'organo di controllo, sia collegiale che monocratico, che va ad inserire un soggetto terzo all'interno dell'azienda il quale svolge una funzione di controllo.

3.4 Analisi delle offerte pubblicate sul portale

Dal 28 gennaio 2014 (giorno in cui è divenuto operativo il portale) ad oggi, i progetti pubblicati su StarsUp sono stati 12 (7 nel 2014). Le offerte che risultano chiuse sono 6, di queste solo 2 hanno raggiunto il target di raccolta prefissato. Attualmente, sul portale risultano pubblicati i progetti di 6 start-up innovative:

- Cynny S.p.a., rivoluzionaria piattaforma per la condivisione che permette di creare video interattivi con i propri contenuti che si modificano nell'istante in cui vengono visti, la quale richiede 300.000 euro;
- SoloSale S.r.l., start-up innovativa di Firenze che intende promuovere la propria produzione nel settore nutraceutico mettendo in commercio una linea innovativa di integratori nutrizionali, facendo forza sui brevetti di cui dispone. L'ammontare richiesto è pari a 138.000 euro e scade il 13 luglio 2015;
- Nanosilical S.r.l., spin-off dell'Università della Calabria che si occupa dello sviluppo di prodotti nanostrutturati in grado di rendere intelligenti le terapie antitumorali basandosi sul bagaglio di conoscenze acquisito dopo un decennio di lavoro di ricerca. Per sviluppare nuovi veicoli utilizzabili

nella terapia, l'azienda ha lanciato un'offerta sul portale pari a 120.000 euro con scadenza al 13 luglio 2015;

- InSono S.r.l., spin-off dell'università degli studi di Firenze operante nell'ambito dell'optoelettronica e degli ultrasuoni, che intende sviluppare dispositivi biomedicali basati sulla tecnologia "Near InfraRed". Per far questo ha pubblicato un'offerta di 448.000 euro con scadenza al 13 luglio 2015;
- Inoxsail S.r.l., start-up che progetta e sviluppa tecnologie innovative nel campo della nautica con vela, e che per sviluppare "Phinna", la prima pinna di deriva strutturale a sezione alare variabile automaticamente, ha richiesto 710.000 euro con scadenza al 13 luglio 2015.
- Kiunsys S.r.l., spin-off dell'università di Pisa che fornisce soluzioni di Smart Mobility per sviluppare e integrare i vari servizi di mobilità e sosta in un'unica e innovativa piattaforma. Per finanziare l'accelerazione della propria crescita e l'espansione in Italia e all'estero, ha pubblicato un'offerta di 750.000 euro con scadenza (prorogata) al 6 luglio 2015.

I progetti pubblicati sul portale che, invece, hanno concluso l'offerta, ammontano a 6, e sono, in ordine cronologico di pubblicazione:

- Cantiere Savona S.r.l., start-up sarda, operante nel settore della cantieristica da diporto, che ha lanciato un'offerta di 380.000 euro. L'offerta si è conclusa il 27 luglio 2014 con il successo del finanziamento.
- Face4Job S.r.l., azienda che offre servizi innovativi alle imprese nel processo di ricerca e selezione del personale; l'offerta ammontava a 250.000 euro con scadenza al 6 agosto 2014 e si è conclusa non raggiungendo il target richiesto.
- Pharmago S.r.l., azienda impegnata nella ricerca e sviluppo di anticorpi monoclonali per nuovi farmaci antitumorali, che per sostenere la propria attività di ricerca, lanciò un'offerta sul portale pari a 300.000 euro con scadenza al 15 agosto 2014, successivamente prorogata al 13 dicembre dello stesso anno. Il progetto si è comunque concluso non raggiungendo il target richiesto.

- Hyro S.r.l., azienda che si occupa della progettazione di sistemi hardware e software e in particolare della loro applicazione ad apparati di posizionamento globale su base satellitare e che nel 2014 ha pubblicato un'offerta di 200.000 euro con scadenza al 25 settembre dello stesso anno, senza però raggiungere il target prefissato.
- Nova Somor S.r.l., start-up nata con l'intento di costruire pompe idrauliche alimentate a energia solare, e che, per velocizzare la propria crescita e i relativi profitti, ha lanciato sul portale un'offerta pari a 250.000 euro. L'offerta si è conclusa il 31 dicembre 2014 con il successo del finanziamento.
- Cartina S.r.l., start-up fiorentina che produce calzature utilizzando la carta riciclata. Per completare lo sviluppo, la sperimentazione di prodotto, l'investimento nelle attrezzature di lavorazione della carta, finanziare la campagna iniziale di marketing e avviare la commercializzazione dei prodotti sul mercato, l'azienda si è posta l'obiettivo di raccogliere 650.000 euro. L'offerta si è conclusa lo scorso aprile non raggiungendo il target richiesto.

Pertanto, ad oggi, i progetti che hanno concluso con successo la raccolta di capitale sono 2, entrambi rientranti nell'ambito della green economy, che è appunto uno dei settori di maggior interesse per StarsUp.

Al momento non si hanno ancora dati sufficienti per verificare gli effetti del successo della campagna di crowdfunding sull'attività delle 2 start-up, soprattutto per Nova Somor, la quale ha concluso la campagna solo alcuni mesi fa. Tuttavia le prospettive di crescita sono promettenti per entrambe le start-up; basti pensare che Nova Somor sta lavorando sulla costruzione di circa 3.000 pompe idrauliche per rispondere a una domanda del mercato (anche estero) che è andata ben oltre le aspettative, grazie anche all'entrata in azienda da parte di un importante imprenditore sinergico, inserito tramite StarsUp. Quanto a Cantiere Savona, l'azienda sarda ha potuto usufruire del capitale raccolto per sviluppare il progetto "Luxy 33", uno yacht di 11 metri a propulsione ibrida termica e solare e attualmente sta progettando nuovi modelli appartenenti al segmento

“megayachts” che verranno presentati a breve. Per un’analisi più completa e esaustiva del portale StarsUp si è ritenuto opportuno approfondire, nel paragrafo successivo, il caso di Cantiere Savona S.r.l., il cui progetto è stato il primo ad essere pubblicato sul portale.

3.4.1 Il caso Cantiere Savona S.r.l.

Cantiere Savona S.r.l. è una start-up sarda con sede a Gonnosfanadiga, in provincia di Cagliari. La società viene costituita nel 2010 da parte di tre giovani sardi, Andrea Columbu, Giovanni Vacca e Mauro Bandini, i quali hanno alle spalle diverse esperienze nell’ambito nautico oltre ad una grande passione per il mare, per la navigazione e per la green economy. L’obiettivo strategico è quello di progettare, produrre e diffondere un concetto innovativo di yacht, combinando tradizione e tecnologia. L’azienda è attiva dal luglio 2012 ed è iscritta, dal 25 giugno 2013, nella sezione delle start-up innovative presso il Registro Imprese della CCIAA di Cagliari. Essa ha come scopo quello di garantire, da un lato, il design e il comfort di un tradizionale yacht, e dall’altro, di razionalizzare consumi ed emissioni e quindi di giungere alla piena definizione del concetto di yacht eco-compatibile. Infatti l’azienda ha concentrato il proprio impegno nello studio di tecnologie innovative, soluzioni operative e processi di miglioramento legati all’energia solare applicata alla nautica quale fattore critico di successo. Analizzando gli ultimi bilanci disponibili emerge come nel 2012 l’azienda non fosse operativa a tutti gli effetti (in quanto, come risulta dal conto economico, non ci sono proventi da prestazioni). Il 2012 si è concluso con una perdita che è comunque inferiore ad un terzo del capitale sociale. A seguito della perdita, il capitale sociale è sceso al di sotto del minimo legale di 10.000 euro. Pertanto, da parte dei soci, è stato effettuato un versamento in “conto futuro aumento di capitale” per circa 107.000 euro che nell’anno successivo è stato portato a copertura della perdita di esercizio del 2012 e per il resto ad aumento del capitale sociale.

Riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio finanziario

Descrizione	2014	2013	2012
Attivo Fisso			
1) Immobilizzazioni Immateriali	371.732	187.429	60.561
2) Immobilizzazioni Materiali	-	-	-
3) Immobilizzazioni Finanziarie	1.705	2.480	2.480
TOT. Attivo Fisso Netto	373.437	189.909	63.041
Attivo Circolante			
1) Magazzino	-	-	-
2) Liquidità Differite	206.498	88.505	20.269
3) Liquidità Immediate	189.205	78.098	34.719
TOT. Attivo Circolante	395.703	166.603	54.988
TOT. Attivo	769.140	356.512	118.029
Passivo Patrimoniale			
1) Mezzi Propri	454.300	112.689	112.309
2) Passività Consolidate	28.400	-	-
3) Passività Correnti	286.358	243.823	5.720
TOT. Passivo	769.140	356.512	118.029

Fig. 13: Riclassificazione S.P. Cantiere Savona S.r.l. Fonte: Bilancio di esercizio al 31-12-2014

L'analisi dello stato patrimoniale evidenzia come l'azienda sia dotata solamente di immobilizzazioni immateriali ed in particolare della voce "immobilizzazioni immateriali in corso", che nel 2013 ha avuto un incremento di circa 127.000 euro. Le immobilizzazioni finanziarie sono costituite da partecipazioni in consorzi.

I debiti ammontano a 244.000 euro circa e per lo più trattasi di un indebitamento di carattere finanziario pari a circa l'85% del totale dell'indebitamento. È bene però sottolineare come non trattasi di un vero e proprio indebitamento finanziario in quanto i debiti verso altri finanziatori sono costituiti per circa 10.000 euro da debiti verso soci per anticipi, e per il resto da anticipi su contributi a fondo

perduto. Inoltre l'azienda evidenzia buone disponibilità liquide pari a circa 78.000 euro.

Dall'analisi del conto economico si evidenzia come Cantiere Savona abbia iniziato la propria attività operativa nel corso del 2013.

Riclassificazione del Conto Economico a valore aggiunto

Descrizione	2014	2013	2012
Ricavi Netti di Vendita	-	16.779	-
Contributi di esercizio	87.069	-	-
- Consumo Materie	6.411	4.931	-
- Costi per Servizi	83.587	7.813	184
- Oneri Diversi di Gestione	1.232	3.019	1660
Valore Aggiunto	-4.161	1.016	-1.844
- Costi del Personale	36.461	-	-
Margine Operativo Lordo	-40.622	1.016	-1.844
- Ammortamenti e Svalutazioni	7.772	308	282
Risultato Operativo lordo	-48.394	708	-2.126
+ Proventi Finanziari	13	8	4
- Oneri Finanziari	3.144	304	741
Risultato Lordo prima delle Imposte	-51.525	412	-2.863
- Imposte sul Reddito di esercizio	-13.136	32	-
Utile (Perdita) di Esercizio	-38.389	380	-2.863

Fig. 14: Riclassificazione C.E. Cantiere Savona S.r.l. Fonte: Bilancio di esercizio al 31-12-2014

In tale esercizio l'impresa ha svolto una serie di attività riconducibili a ricerca industriale e sviluppo sul progetto "PIA industria 2010²³" e su di un altro progetto "incentivi e design" del Ministero dello sviluppo economico, capitalizzando le consulenze riguardanti la tutela industriale del progetto. In particolare, i ricavi del 2013 sono stati generati da servizi di "refit e repair²⁴" su

²³ Bando per il finanziamento dei pacchetti integrati di agevolazione alle imprese.

<http://www.regione.sardegna.it/j/v/34?s=153813&v=2&c=338&t=1>

²⁴ Potenziamento del rimessaggio e manutenzione del parco imbarcazioni esistenti.

imbarcazioni di proprietà di soggetti privati e pubblici, che hanno permesso alla società di coprire i costi di struttura.

Nel 2013 si è conclusa con successo l'istruttoria inerente al bando regionale "PIA industria 2012" e la società ha potuto così ottenere importanti risorse finanziarie che sono state erogate come anticipo contributi garantito da polizza assicurativa; nel corso dell'esercizio tali risorse sono state utilizzate per l'avanzamento del progetto di ricerca. I risultati della ricerca hanno consentito la progettazione esecutiva dell'imbarcazione e della tecnologia, nonché la costruzione dello scafo del prototipo "Luxy 33".

Nel corso del 2013 la società ha partecipato alla seconda "call" del bando di "*Sardegna ricerca nuove imprese innovative*". Dopo l'iter istruttorio, la società è risultata beneficiaria di un contributo a fondo perduto di 704.000 euro a fronte di investimenti per circa 1.006.000 euro da destinare all'avvio commerciale e produttivo della società. Tale contributo a fondo perduto, non figura nel bilancio 2013 in quanto al 31/12/2013 non risulta ancora essere stato erogato. Al fine di garantire una stabilità alle risorse immesse dai soci è stato perfezionato in data 30/12/2013, un aumento di capitale sociale di 102.309 euro risultante nel bilancio 2013, attraverso l'utilizzo delle riserve precedentemente imputate al futuro aumento di capitale sociale e previa copertura delle perdite pregresse. Tale operazione di incremento di capitale sociale ha modificato le quote di partecipazione al capitale sociale dei 3 soci, attraverso una sottoscrizione parziale di due di essi a diretto beneficio del terzo socio. Tale modifica è da ritenersi propedeutica all'ingresso programmato di nuove risorse finanziarie da destinare al finanziamento del progetto "Sardegna ricerche". Tali risorse, al 31/12/2013 erano in fase di reperimento sul mercato attraverso la raccolta di capitali secondo la modalità del crowdfunding, che nel bilancio 2013 non risulta. Il 2014 è stato il punto di avvio delle attività commerciali di Cantiere Savona S.r.l. che nel suo terzo anno di esercizio effettivo ha svolto una serie di attività riconducibili a:

- Prosecuzione del progetto di ricerca industriale e sviluppo pre-competitivo sul progetto PIA Industria 2010;

- Reperimento dei fondi per il co-finanziamento del piano di sviluppo produttivo e commerciale cofinanziato da Sardegna Ricerche con il Bando Nuove Imprese Innovative/Seconda Call attraverso un'operazione di aumento di capitale sociale a pagamento perfezionatasi in data 28 Luglio 2014;
- Avvio del piano di sviluppo produttivo e commerciale con la partecipazione alle più importanti manifestazioni fieristiche del Mediterraneo a partire dal mese di Settembre 2014.

I risultati della ricerca hanno prodotto la progettazione esecutiva dell'imbarcazione e della tecnologia, nonché la costruzione dello scafo del primo prototipo.

Pertanto, al fine di continuare la propria crescita e sostenere i propri progetti innovativi, Cantiere Savona ha deciso di avviare una campagna di equity crowdfunding sul portale StarsUp con l'obiettivo di raccogliere 380.000 euro. Il target minimo dell'offerta è di 350.000,00 euro, per cui sotto tale soglia l'aumento di capitale non è ritenuto valido (c.d. clausola *all or nothing*). Tramite il portale, la società ha quindi collocato alla fine del 2013, il 20,02% del capitale sociale a fronte di questi 380.000 euro. Pertanto i 380.000 euro dell'offerta prevedono un aumento di capitale sociale nominale di 28.120 euro con sovrapprezzo complessivo di 351.880 euro. Tenendo conto che il capitale sociale pre-offerta di Cantiere Savona è di 112.309 euro, la quota complessiva del capitale sociale posta in offerta è proprio pari al 20,02%. Gli strumenti finanziari proposti agli investitori attraverso questa offerta sono costituiti da quote ordinarie del capitale sociale di Cantiere Savona; ciascuna di esse ha un prezzo nominale pari a 29,60 euro e sovrapprezzo di 370,40 euro, per cui la quota minima acquistabile da ciascun investitore è di 400 euro. La campagna di equity crowdfunding lanciata sul portale StarsUp a favore di Cantiere Savona inizialmente prevedeva una durata di 118 giorni con scadenza fissata al 26 maggio 2014. Tuttavia il 22 maggio 2014, la scadenza dell'offerta è stata prorogata di ulteriori 60 giorni. La motivazione che ha portato a questa proroga è da ricercarsi nel fatto che il l'importo sottoscritto fino alla data del 22 maggio era

di oltre 200.000 euro, il valore più alto mai raggiunto fino a quel momento in Italia per questo tipo di operazione, pertanto, seppure tale valore risultava insufficiente per il buon esito della raccolta, la campagna stava procedendo bene e StarsUp ha ritenuto che, prorogando la scadenza di 2 mesi, l'obiettivo di raccolta prestabilito potesse essere raggiunto. Infatti, il 24 luglio 2014 si è raggiunta la chiusura positiva della campagna di equity crowdfunding che ha portato l'ingresso di 44 nuove sottoscrizioni, come si evince dal documento informativo.

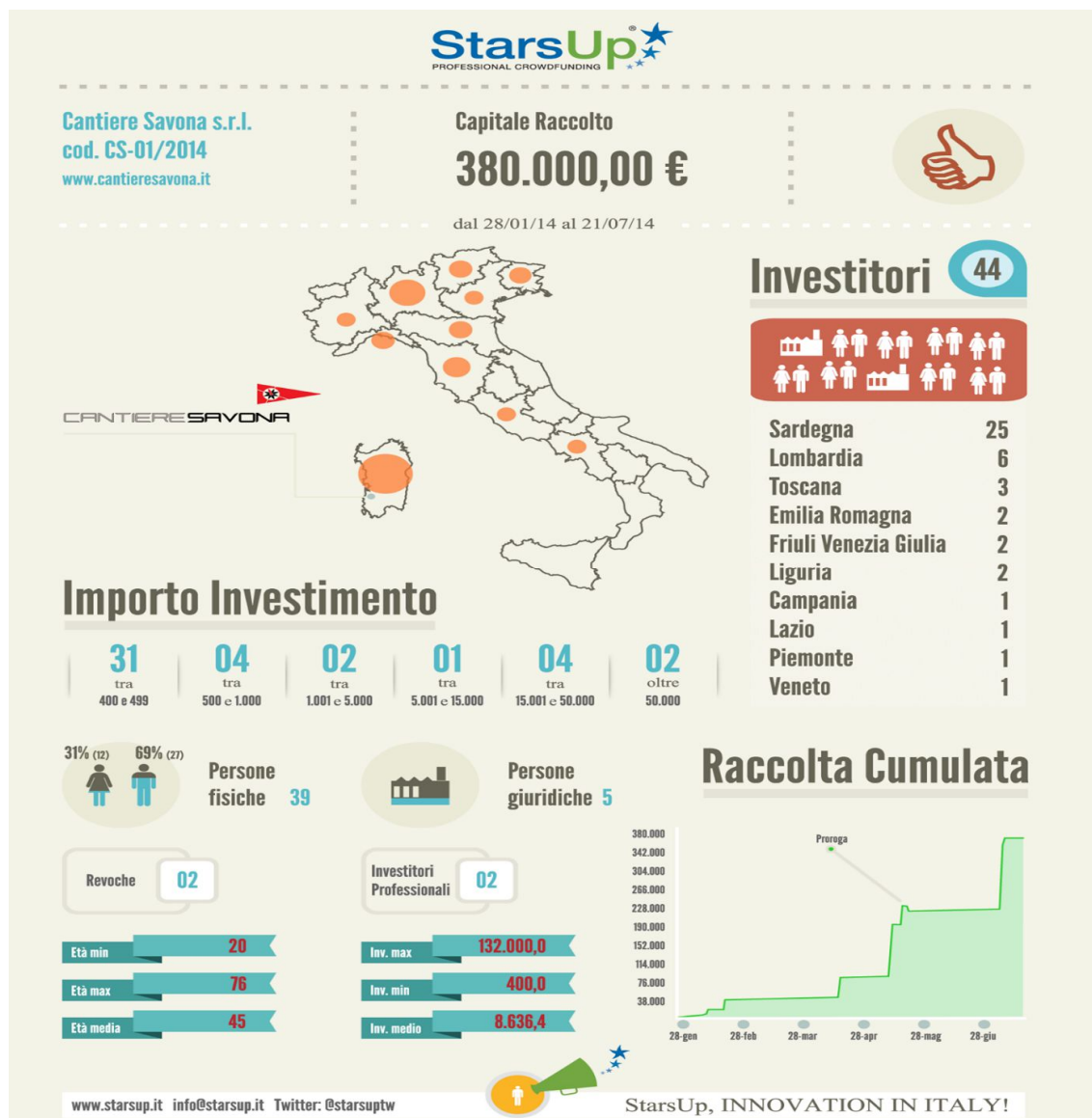


Fig.15: Documento informativo progetto Cantiere Savona S.r.l. cod. CS-01/2014. Fonte: www.starsup.it

Questo strumento ha contribuito in maniera importante al raggiungimento, nel breve periodo, dell'equilibrio finanziario per l'ingresso sul mercato della società a diretto vantaggio dei soci fondatori e dei soci in corso di ingresso. L'aumento di capitale sociale a pagamento, perfezionatosi a seguito del completamento della raccolta, ha garantito la liquidità necessaria per avviare le attività previste per il 2014 e programmare quelle dei futuri esercizi. Cantiere Savona ha potuto iniziare la presentazione dei propri prodotti sul mercato ed è riuscita ad avere dallo stesso degli importanti feedback.

Nel corso del 2014 è stato presentato al mercato il primo prototipo del Luxi33, una barca di lusso ma ecologica, con motore ibrido a basse emissioni e un forte impiego di energia solare, costruita interamente in legno, con interni sofisticati e uno scafo innovativo e una lunghezza di 33 piedi (11 metri). I saloni e gli eventi organizzati sono stati un importante banco di prova per dare voce alle idee del team e capire quale fosse la risposta del mercato.

Nel corso di Settembre e Ottobre 2014 Cantiere Savona S.r.l. ha organizzato i seguenti eventi:

1. Presentazione di Luxi33 all'Harrods Village di Porto Cervo, con l'avvio delle trattative con i migliori resort del lusso della Costa Smeralda;
2. Evento Portus Kalaris, per presentare la barca nel Sud Sardegna, il team e i soci.

Negli stessi mesi Cantiere Savona S.r.l. ha partecipato ai seguenti saloni:

1. Salone di Cannes nel Settembre 2014, con l'esordio sul mercato internazionale e la visita a bordo e in stand di potenziali acquirenti;
2. Salone di Genova 2014 nel mese di Ottobre. Il Salone ha evidenziato le forti difficoltà del mercato e l'assenza di nuovi progetti. Cantiere Savona era presente come "impresa giovane" del mercato italiano affermandosi come una delle novità di spicco sul panorama nazionale.

Il bilancio di esercizio chiuso con riferimento al 31/12/2014 evidenzia una perdita di esercizio pari a 38.389 euro, dovuta al fatto che non sono state concluse vendite. Il prodotto di esercizio al 31/12, pari a 87.069 euro, è costituito solo dal contributo a fondo perduto "Nuove Imprese Innovative" erogato da

Sardegna Ricerche a seguito della positiva istruttoria conclusasi con la firma della convenzione il 18 ottobre 2013.

A seguito della conclusione della campagna di equity crowdfunding, sono stati fatti investimenti in immobilizzazioni immateriali per circa 294.000 euro; trattasi di costi capitalizzati per spese di ricerca e sviluppo relativi alla realizzazione del prototipo navigante CS32, nonché la capitalizzazione di tutti i costi sostenuti per le attività di progettazione, studio e prototipazione della tecnologia S.Y.T., un sistema innovativo di accumulo di energia attraverso pannelli ad alta efficienza ed inseguitori multidirezionali, come da progetto di investimento “PIA industria 2010 per Ricerca industriale”. Inoltre sono stati capitalizzati costi di ricerca e sviluppo, pari a 51.040 euro, per il progetto “INCENTIVI DESIGN”. Pertanto c’è stato un incremento dei costi di R&S di circa 185.000 euro. Le immobilizzazioni materiali hanno un valore pari a zero dato che nel corso dell’esercizio sono stati acquistate piccole attrezzature di valore unitario inferiore ai 516 euro che sono state ammortizzate integralmente nell’esercizio in corso. Va evidenziato inoltre come l’azienda goda di una buona liquidità dal momento che a fine esercizio le disponibilità liquide ammontano a circa 189.000 euro. Per quanto riguarda i debiti, l’azienda ha ottenuto dei finanziamenti dalle banche pari a 34.706 euro, di cui 26.046 di durata superiore a 5 anni. Un aspetto rilevante è rappresentato dal fatto che il capitale proprio supera il capitale di debito, pertanto l’indice di indebitamento è inferiore a uno e l’azienda è dotata di adeguati mezzi propri.

L’azienda presenta un capitale circolante netto positivo, pari a 109.345, e un buon margine di tesoreria secondario, data la presenza di notevoli disponibilità liquide. Per quanto riguarda la redditività, Cantiere Savona presenta degli indici negativi, dal momento che non sono state ancora effettuate vendite e che si trova ancora nella fase di presentazione del progetto. Infatti, c’è stato un peggioramento del risultato operativo e anche del risultato netto finale dovuto anche al fatto che sono subentrati costi del personale e un incremento degli oneri finanziari derivante dal finanziamento ottenuto dalle banche.

Dal 2 luglio 2015 Cantiere Savona ripercorrerà la Via della Seta di Marco Polo, storica via attraverso cui, a partire dal XI secolo, venivano scambiati oggetti di lusso quali seta, oro, pietre preziose, presentando ancora Luxy 33; il tour partirà dal Montenegro per poi attraversare la costa croata e infine giungere a Venezia. Oltre a questo, Cantiere Savona si appresta a promuovere il Luxy 95, una navetta semidislocante di 27 metri. Il prodotto deve essere commercializzato e la costruzione, per la rilevanza finanziaria del progetto, inizierà solo ed esclusivamente a seguito della raccolta dell'ordine.

In conclusione possiamo dire che grazie a StarsUp, il progetto di Cantiere Savona ha avuto una visibilità in quasi cento Paesi al mondo e oltre 10mila utenti hanno visitato la proposta imprenditoriale. L'azienda è entrata in contatto con centinaia di persone e ha ricevuto tantissimi complimenti e incoraggiamenti. Ad oggi non si registrano ancora vendite, ma le prospettive sono molto incoraggianti; l'azienda avrebbe già ricevuto degli ordini durante la presentazione del progetto alle varie fiere e si pensa che l'avvio della produzione delle prime imbarcazioni possa essere programmato per la fine dell'estate.

Pertanto la raccolta del capitale di rischio mediante lo strumento dell'equity crowdfunding ha sicuramente contribuito, non solo a velocizzare la progettazione, ma anche a realizzare con maggiore convinzione un progetto innovativo in cui i tre progettisti hanno creduto fortemente e che sta rivoluzionando il settore della nautica.

CONCLUSIONI

Alla luce di quanto analizzato nell'elaborato possiamo affermare come lo strumento dell'equity crowdfunding possa rappresentare un valido strumento di finanziamento, alternativo a quelli tradizionali, al quale possono ricorrere le start-up innovative. Lo sviluppo di questo strumento è stato frenato nel passato dalle barriere normative che non ne consentivano l'utilizzo a chiunque. La continua ricerca di una via d'uscita dalla tradizionali forme di finanziamento e dal credit crunch da parte degli imprenditori, soprattutto medio-piccoli, ha spinto il legislatore italiano a regolamentare questo strumento al fine di favorire la ripresa dalla crisi economica e lo sviluppo del sistema imprenditoriale italiano facendo leva sull'innovazione tecnologica. L'Italia è stato il primo paese a introdurre un disciplina regolamentare e organica, anticipando addirittura gli Stati Uniti, considerati i pionieri del crowdfunding. Lo scopo del legislatore italiano è anche quello di ridurre l'elevata disoccupazione, soprattutto quella giovanile che attanaglia il nostro paese. Infatti occupazione, crescita e innovazione sono aspetti fortemente legati alla nascita di nuove imprese e il crowdfunding rappresenta un valido strumento per favorire questo fenomeno. Un altro aspetto fondamentale della normativa riguarda il vasto quadro di tutele posto a favore degli investitori retail il cui scopo è quello di garantire la massima trasparenza delle informazioni fornite dal gestore del portale e dall'emittente. Tuttavia, proprio in questo ambito si vanno a ravvisare i principali limiti della normativa, in quanto, gli eccessivi oneri informativi posti a carico dei gestori di portali possono limitare la nascita di nuove piattaforme e di conseguenza la diffusione dell'equity crowdfunding. Infatti, ad oggi, le piattaforme autorizzate dalla Consob sono 15, ma di queste solo 6 risultano attive. I progetti pubblicati sui portali sono 24 e solo 4 hanno concluso con successo la campagna con una raccolta complessiva di 1,31 milioni di euro, (rispetto ai 7,4 milioni inizialmente richiesti). Le difficoltà pratiche più rilevanti che le piattaforme stanno incontrando, riguardano la valutazione dell'adeguatezza e appropriatezza da parte delle banche o SIM partner; trattasi di un processo che rallenta l'esecuzione dell'investimento online e che rischia di allontanare i potenziali investitori. Le piattaforme di equity crowdfunding

possono essere infatti considerate intermediari finanziari autorizzati e vigilati dalla Consob che, per favorire lo sviluppo dello strumento, dovrebbe lasciare ad esse una totale autonomia, entro i limiti predefiniti, liberandole dalla obbligatorietà di collaborazione con banche o SIM. Un altro limite è rappresentato dal fatto che l'attuale normativa sulle start-up innovative, prevede che esse non possano distribuire utili per i primi cinque anni di vita, imponendo così un reinvestimento o comunque il mantenimento dei profitti in azienda, ma questo non favorisce l'ingresso degli investitori. Inoltre va ricordato che almeno il 5% del capitale offerto deve essere necessariamente sottoscritto da un investitore professionale; il legislatore ha previsto tale regola per fornire all'investitore retail un riferimento qualificato che abbia apprezzato la proposta di investimento. In realtà un investitore professionale, in genere, non interviene in una start-up innovativa per la validità del progetto, ma opera in una logica di portafoglio assumendo dei rischi diversi e bilanciati tra loro. Pertanto, l'investitore retail non ha alcun giovamento dall'emulazione di quello professionale e rischia di essere trascinato in investimenti non bilanciati in modo adeguato. È quindi auspicabile che tale regola del 5% venga abolita e che la normativa sia revisionata al fine di consentire un maggiore sviluppo dell'equity crowdfunding in Italia.

È stato stimato che la potenziale raccolta mediante tale strumento nel nostro paese sarebbe pari a circa 50 miliardi di euro, su un arco temporale di 3-5 anni, ma tale obiettivo non può essere raggiunto senza modificare la normativa. Pertanto i numeri del crowdfunding in Italia sono ancora bassi, basti pensare che il numero dei progetti finanziati in Italia dal crowdfunding è pari a 40 (ottavo posto in Europa) contro gli 897 della Gran Bretagna e i 6.234 degli Stati Uniti.

A prescindere dai limiti della normativa e dalla mancanza di una "cultura" generalizzata nell'investimento tramite crowdfunding, l'aspetto davvero innovativo dell'equity crowdfunding è il processo di democratizzazione dell'economia e degli investimenti implicito nel fenomeno stesso. Questo perché tale strumento permette di valutare la validità di un progetto di impresa, in particolare di una start-up, senza che sia necessaria l'approvazione di

un'istituzione finanziaria, ma sarà il “crowd” a decidere, tramite il crowdfunding, quali saranno i progetti più validi e meritevoli. Inoltre, l'investitore può investire liberamente in qualsiasi progetto grazie alle sole informazioni disponibili sul portale e senza l'intervento di alcun tipo di mediazione o promotore finanziario. Sicuramente l'equity crowdfunding non andrà a sostituire l'attività dei mercati finanziari tradizionali ma questo strumento ha dato inizio a un processo irreversibile destinato a modificare in ogni aspetto il modo di fare impresa nel nostro Paese.

Elenco figure

Fig. 1: <i>Analisi delle piattaforme italiane di crowdfunding (attive)</i>	8
Fig. 2: <i>Analisi delle piattaforme italiane di crowdfunding (fase di lancio)</i> ..	8
Fig. 3: <i>Analisi dei progetti finanziati in Italia</i>	9
Fig. 4: <i>Le cifre del crowdfunding in Italia</i>	10
Fig. 5: <i>Sedi legali delle piattaforme italiane</i>	24
Fig. 6: <i>Sedi operative delle piattaforme italiane</i>	24
Fig. 7: <i>Infografica sulle piattaforme italiane</i>	25
Fig. 8: <i>Infografica sulle start-up innovative in italia</i>	87
Fig. 9: <i>Portali attivi e progetti pubblicati</i>	88
Fig. 10: <i>Sottoscrizioni 2014 sul portale StarsUp</i>	95
Fig. 11: <i>Box progetto Cantiere Savona S.r.l.</i>	103
Fig. 12: <i>Offerte pubblicate su StarsUp</i>	107
Fig. 13: <i>Riclassificazione S.P. Cantiere Savona S.r.l.</i>	118
Fig. 14: <i>Riclassificazione C.E. Cantiere Savona S.r.l.</i>	119
Fig. 15: <i>Documento informativo progetto Cantiere Savona S.r.l.</i>	122

BIBLIOGRAFIA

Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A. (2011). *“Friends, Family, and the Flat World: The Geography of Crowdfunding”*, Thesis. University of Toronto.

Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A., (2013). *“Some simple economics of crowdfunding”*.

Allegreni F., (2015). *“Come migliorare il regolamento dell’equity crowdfunding in italia”*.

Alvisi P., (2014). *“Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico”*, in *“Rivista di Diritto Bancario”*. In www.dirittobancario.it

Ambrogetti F., Coen Cagli M. e R. Milano, (1998). *“Manuale di Fund Raising per le organizzazioni non profit”*, Carrocci editore, Roma.

Bottazzi L., Da Rin M., (2009). *“Venture Capital and the growth of innovative firms in Europe”*.

Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A., (2012). *“Crowdfunding: Tapping the Right Crowd”*.

Castrataro D., Wright T. (2012). *“Crowdfuture: The future of crowdfunding”*. In <http://www.slideshare.net/crowdfuture/ebook-crowdfuture>.

Castrataro D., Wright T., Imke Bahr, Frinolli C. (2012). *“Crowdfuture. The future of crowdfunding”*, ebook.

Castrataro D., Pais I., *“Analisi delle piattaforme italiane di Crowdfunding”*, 2014 in www.slideshare.net

Chemmanur T. j., Chen Z., (2006). *“Venture Capitalists versus Angels: The dynamics of private firm financing contracts”*.

Collins L., Pierrakis Y., (2012). *“The venture crowd – Crowdfunding equity investment into business”*.

Cosh A., Cumming D. J., Outside A. H., (2009). *“Entrepreneurial capital, The Economic Journal”*, Vol. 119, Issue 540. pp, 1494-1533.

Feld B., Mendelson J. (2014). *“Startup e Venture Capital: guida ai segreti di un rapporto ad alto potenziale”*

Gerber E. M., Hui, Pei-Yi Kuo J.S., (2012). *“Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms”*.

Hagiu A., Wright J. (2011). *“Multi-Sided Platforms”*.

Harms M., (2007). *“What drives motivation to participate financially in a crowdfunding community?”*

Hornuf L., Schwienbacher A., (2014). *“Crowdinvesting – Angel investing for the masses?”*

Ingram C., Teigland R., (2013). *“Crowdfunding among IT entrepreneurs in Sweden – A qualitative study of the funding ecosystem and IT entrepreneurs adoption of crowdfunding”*.

Keushnigg C., (2002). *“Venture Capital backed growth”*, CESifo working paper n. 664.

Kavin Lawton e Dan Maron, (2012). *“The crowdfunding revolution: how to raise venture capital using social media”*, McGraw-Hill, pag. XI.

Kumar A., Lim S. S., (2008). *“How do decision frames influence the stock investment choices of individual investors”?*

Kleeman F., Voss G., Rieder K., (2008). *“Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing”*

Lerro A.M., (2013). *“Equity crowdfunding: investire e finanziare l’impresa tramite internet”*.

Lerro A.M., (2013). *“Equity Crowdfunding: il regolamento Consob in Gazzetta”*, in www.altalex.com

Lerro A.M., (2015). *“Decreto Crescita 3.0: PMI innovative ed estensione dell’equity crowdfunding”*.

Martin T.A. (2012). *“The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principals with the Demands of the Crowd”*.

Metrick A., Yasuda A., (2011). *“Venture Capital & the finance of innovation”*.

Pais I., Peretti P., Spinelli C., (2014). *“La via collaborativa all’imprenditorialità”*, Egea editore.

Mosca G., (2014). *“Un anno di equity crowdfunding”*. In <http://nova.ilsole24ore.com>

Pais I., (2014). *“Crowdfunding in Italia, una terza via per il 2015?”*. In <http://theknowledgecitizen.com>

Piattelli U., (2013). *“Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?”*, Giappichelli Editore, Torino.

Ramadani V., (2008). *“Business Angels who they really are?”*

Smartika (2012). *“Cos'è il social lending?”*. In <https://www.youtube.com>

Raphael P., (2015). *“Investire nell'innovazione e guadagnarci: Investire nell'equity crowdfunding”*.

Schwienbacher A., Larralde B., (2010). *“Crowdfunding of small entrepreneurial ventures, book chapter forthcoming in handbook of entrepreneurial finance”*.

Spinelli C., (2012). *“Reward based crowdfunding”*. In <http://www.slideshare.net>

U.S. Congress (2012). *“Text of Jumpstart Our Business Startups”*. In www.govtrack.us

Van Osnabrugge M., (2000). *“A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis”*, *“Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance”*, Volume 2, Issue 2, pp. 91-109.

Sitografia

www.artistshare.com
www.assitecacrowd.com
www.consob.it
www.crowdcube.com
www.crowdfunding-italia.com
www.crowdfundme.it
www.dirittobancario.it
www.eppela.com
www.europecrowdfunding.org
www.finanzeaziendale.polimi.it
www.ilsole24ore.it
www.kapipal.com
www.kickstarter.com
www.massolution.com
www.musicraiser.com
www.nextequity.it
www.produzionidalbasso.com
www.quirky.com
www.regione.sardegna.it
www.registroimprese.it
www.siamosoci.com
www.slideshare.net
www.smarthub.ue
www.starsup.it
www.starteed.com
www.symbid.com
www.terzovalore.com
www.unicaseed.it
www.wearestarting.com

Ringraziamenti

Eccomi giunto alla fine di questa tesi e di questo percorso di studi che è stato intenso e non privo di difficoltà, nel quale credo di essere maturato soprattutto come persona.

Primi fra tutti voglio ringraziare i miei genitori, i quali mi hanno sostenuto e spronato in tutti questi anni di studio e soprattutto nell'ultimo periodo di tempo dedicato a questo lavoro, permettendomi di completare con tranquillità il mio percorso.

Desidero poi ringraziare il mio Relatore, la Prof.ssa G. Mariani, per le numerose ore dedicate alla mia tesi e per avermi dato la possibilità di approfondire nel migliore dei modi un argomento che da tempo aveva catturato la mia attenzione.

Vorrei poi esprimere la mia sincera gratitudine agli amici di sempre e in particolare al mio migliore amico Giuseppe per i numerosi consigli durante questi anni e per avermi supportato nei momenti di difficoltà.

Un ultimo ringraziamento, ma non per importanza, è rivolto ai miei compagni di università, che ho avuto il piacere di incontrare e conoscere in questi anni di studio. Sono stati per me più veri amici che semplici compagni.